

Les agences de notation dans la gouvernance financière internationale: quelle régulation ?

Sébastien Labrecque

Le département de la Justice des États-Unis a déposé en février 2013 une poursuite contre l'agence de notation financière Standard and Poor's. Celle-ci est accusée par le gouvernement américain d'avoir tourné les coins ronds en attribuant de bonnes notations à des titres financiers adossés à des hypothèques qui présentaient pourtant de grands risques et, ainsi, d'avoir contribué au déclenchement de la crise financière de 2008 aux États-Unis (Eaglesham, Neumann et Perez 2013).

Derrière cette poursuite se trouve l'enjeu de la gouvernance de la finance internationale. Celle-ci peut être divisée en deux composantes, à savoir la gouvernance nationale et la gouvernance internationale. Au niveau national, différents acteurs peuvent influencer les pratiques en matière de finance. C'est notamment le cas des gouvernements qui peuvent régir les activités des acteurs économiques à l'aide de politiques publiques. L'encadrement et l'application des lois relatives aux marchés financiers nationaux sont toutefois généralement délégués à des organismes parapublics (comme la *Ontario Securities Commission*). Enfin, les banques centrales ont aussi un rôle en influençant les activités des banques à charte à travers la détermination du taux directeur et des coefficients de réserve obligatoire.

Il existe également une gouvernance globale de la finance internationale qui prend deux formes distinctes, à savoir publique ou privée. La gouvernance internationale publique regroupe une constellation d'organismes entre lesquels il n'existe aucune réelle hiérarchie ni entité centrale en charge des autres (Davies 2010, 185). Le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) et les G7- G20 sont les figures emblématiques traditionnelles de cette gouvernance. Ces organisations intergouvernementales produisent de nombreux rapports et recommandations en matière d'économie et permettent aux États de se concerter sur les mesures à adopter. La décision d'appliquer ou non ces mesures appartient toutefois aux gouvernements nationaux. S'ajoute à ces institutions la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) qui regroupe les organismes d'encadrement des marchés de nombreux pays et quelques banques centrales. Sa mission est d'encourager l'élaboration et l'application de standards de régulation en matière de finance, d'augmenter la protection des investisseurs et de faciliter l'échange d'information entre les membres de l'organisme

(The International Organization of Securities Commissions 2013). La *Bank for International Settlements* (BIS) regroupe pour sa part environ 60 banques centrales et vise à promouvoir la coopération en matière de stabilité financière et monétaire. L'organisation se veut, dans une certaine mesure, la «banque des banques centrales» (Bank for International Settlements 2013). C'est dans le cadre de la BIS qu'ont été négociés les accords de Bâle portant notamment sur les coefficients de réserve que les banques doivent respecter. Enfin, mentionnons l'existence du Financial Stability Board (FSB) qui a été créé par les chefs d'État du G20 en 2009 (succédait alors au Financial Stability Forum). Cette organisation a un caractère englobant marqué puisqu'elle regroupe des régulateurs nationaux des pays du G20 (plus cinq autres États : Espagne, Hong Kong, Pays-Bas, Singapour et Suisse) en plus d'organisations comme le FMI, l'OCDE, la BIS et l'IOSCO. Le mandat du FSB est de «coordinate at the international level the work of national financial authorities and international standard setting bodies (SSBs) in order to develop and promote the implementation of effective regulatory, supervisory and other financial sector policies» (Financial Stability Board 2012, 2).

Au-delà de cette gouvernance publique, une partie de la gouvernance globale de la finance est désormais assurée par des acteurs privés. Les figures emblématiques de ce phénomène sont les agences de notation. À travers l'attribution de notes de crédit aux banques, aux entreprises privées et aux gouvernements de partout sur la planète, ces agences disposent d'une influence réelle sur les comportements des acteurs économiques en raison des signaux que ces notations envoient aux marchés. Par exemple, un gouvernement qui obtient une mauvaise note de la part d'une agence de notation peut voir les conditions d'emprunt auxquelles il est soumis être resserrées (cela se fait principalement par l'imposition de taux d'intérêt plus élevés).

Or, qui dit influence dit également nécessité d'encadrer afin de prévenir que de mauvais signaux soient envoyés aux marchés et, ultimement, que cela engendre des conséquences négatives sur l'économie. Avec le déclenchement de procédures judiciaires contre Standard and Poor's, il semble pertinent plus que jamais de faire le point sur l'enjeu de l'encadrement de l'industrie de la notation financière au niveau mondial et d'analyser où en est la gouvernance internationale des agences de notation à l'heure actuelle. C'est le projet de ce texte. Pour ce faire, il est impératif d'expliquer d'entrée de jeu comment trois de celles-ci (Standard and Poor's, Moody's et Fitch) se sont imposées comme des acteurs incontournables dans le secteur de la finance. La deuxième section portera plus spécifiquement sur la gouvernance internationale. Il s'agira de présenter deux documents internationaux dans lesquels les agences de notation financière occupent une place centrale, à savoir l'accord de Bâle II élaboré par la BIS et le code de conduite proposé par

l'IOSCO. Les trois grandes pistes de réformes de l'industrie de la notation généralement proposées dans la littérature seront par la suite présentées et analysées.

1. Comment trois agences de notation sont devenues incontournables ?

En 2008, Moody's, Standard and Poor's et Fitch (le *Big Three*) accaparaient environ «94% du chiffre d'affaires mondial de l'industrie de la notation [Fitch étant le plus petit de ces trois joueurs]. Les petites agences qui se partagent les 6% restants [...] sont généralement spécialisées sur des niches géographiques et/ou sectorielles» (Gaillard 2010, 11). Cette section présente quelques événements qui ont contribué à consolider la position dominante de ces trois agences

1.1. 1931 et 1936 : apparition des notations dans des lois américaines

Le premier événement d'importance survient aux États-Unis en 1931 avec l'adoption d'une loi prévoyant que les «bank holdings of publicly rated bonds had to be rated BBB or better [par les agences de notation de l'époque] to be carried on bank balance sheets at their face value or book value» (Sinclair 2005, 42). C'était la première fois que les notations des agences étaient intégrées à un cadre réglementaire. En 1936, une autre loi interdit aux banques américaines d'investir dans des «speculative investment securities» tels que définis dans les manuels de notation reconnus produits par Moody's, Poor's, Standard Statistics et Fitch (White 2009, 390-391). Des dispositions des réglementations de 1931 et de 1936 allaient éventuellement être appliquées au sein des États américains et au système fédéral des pensions (Sinclair 2005, 42; White 2009, 391).

1.2. 1975 : création du statut NRSRO

En 1975, une décision majeure de la *Security and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis ouvre encore davantage la porte à une domination quasi-complète du secteur de la notation financière par une poignée d'agences. Souhaitant imposer des conditions minimales en matière de capitaux aux firmes de courtiers financiers, la SEC crée le statut de «nationally recognized statistical rating organization [NRSRO]» (White 2009, 391). Seuls Moody's, Standard and Poor's et Fitch hériteront de ce statut au départ. Les institutions financières américaines se fiant désormais presque uniquement au jugement des NRSRO, il devint très difficile pour d'autres petites agences de percer le marché. Bien que la SEC ait attribué le statut de NRSRO à quatre nouvelles agences entre 1975 et 2000, les États-Unis se sont à nouveau retrouvés avec seulement trois NRSRO (les trois nommées au départ en 1975) à la fin de l'an 2000 suite à des acquisitions (White 2009, 391-392).

1.2.1. L'industrie de la notation, un monopole naturel?

Frank Partnoy de l'école de droit de l'Université de San Diego émet l'hypothèse que le phénomène d'acquisition des petites NRSRO par les trois géants observé entre 1975 et 2000 illustre qu'il existe des pressions de type monopole naturel dans le secteur de la notation financière et que les tentatives d'augmenter (artificiellement?) le nombre de NRSRO sont inévitablement mises en échec par le marché (Partnoy 2006, 90). Partnoy souligne toutefois que des lois sur la concurrence pourraient contribuer à freiner une telle tendance à la concentration (Partnoy 2006, 90). Le directeur du film *Inside Job*, Charles H. Ferguson remarque d'ailleurs dans son livre *Predator Nation* que le degré de concentration atteint dans l'industrie financière aurait été jugé illégal si cela n'avait pas été de la déréglementation menée dans les années 1990 par l'administration Clinton (l'annulation du *Glass-Steagall Act* est bien sûr emblématique de cette période) (Ferguson 2013, 40).

1.3. 2006 : *Credit Rating Agency Reform Act*

Le Congrès américain se penche à nouveau sur le dossier des agences de notation en 2006 en votant le *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA). En attribuant plus de pouvoirs à la SEC, cette loi tente de mettre en place un cadre d'enregistrement objectif et précis pour les agences de notation afin d'ultimement faciliter l'accès au statut NRSRO (Rousseau 2012, 4). En vertu du CRARA, la SEC doit désormais soumettre un rapport annuel à des comités du Congrès dans lequel la commission «identifies applicants for registration as NRSROs [...]; specifies the number of and actions taken on such applications; and specifies the views of the Commission on the state of competition, transparency, and conflicts of interest among NRSROs» (U.S. Securities and Exchange Commission 2013, 1).

Malgré les critiques dont a fait l'objet le CRARA, les législateurs américains semblent néanmoins avoir remporté leur pari de rendre l'accès au statut NRSRO plus facile puisque l'on compte désormais dix agences de notation enregistrées en tant que NRSRO aux États-Unis (U.S. Securities and Exchange Commission 2013, 6). Cependant, en pratique, les sept agences NRSRO qui ne font pas partie du *Big Three* peinent à rivaliser contre Moody's, Standard and Poor's et Fitch en termes de parts de marché.

1.4. Diffusion de l'influence des grandes agences au-delà des États-Unis

Les événements énoncés précédemment semblent *a priori* concerner uniquement les États-Unis. La réalité est évidemment plus complexe. Ainsi, la mondialisation financière et la libre circulation des capitaux ont facilité l'extension du recours aux notes de crédit produites

par les agences de notation. Timothy J. Sinclair de l'Université de Warwick écrit sur la question: «the pressure of globalization led to the desire to tap the deep American financial markets and to a greater appetite for higher returns and thus risk» (Sinclair 2010, 4). Cela a eu pour effet de transformer l'approche américaine en matière de finance en véritable norme globale partagée par de nombreux acteurs au niveau international (Sinclair 2010, 4). Spécifiquement sur les agences de notation, Sinclair affirme que celles-ci font partie de l'environnement financier à un point tel que «even if smart people [qu'ils soient Américains ou non] are not convinced by bond ratings, they must incorporate them to the extent that others do» (Sinclair 2005, 178). Dieter Kerwer de l'Université d'Antwerp en Belgique abonde dans le même en avançant que l'imposante taille du marché américain des capitaux a contribué à renforcer la place centrale des agences puisqu'aucun emprunteur d'importance ne peut ignorer les lois américaines qui obligent le recours aux notations (Kerwer 2005, 464).

Les notations attribuées par les agences de notation (spécialement celles du *Big Three*) permettent aussi d'informer les investisseurs internationaux des risques associés à des produits financiers avec lesquels ils ne sont pas nécessairement familiers (en ce sens, les agences contribuent à réduire l'asymétrie de l'information). À la lumière d'entrevues avec des cadres supérieurs provenant du milieu des affaires, l'anthropologue Alexandra Ouroussoff affirme que cette dépendance des investisseurs étrangers aux agences de notation pousse les entreprises cotées en bourse à demander des notes de crédit afin d'envoyer des signaux à ces investisseurs et ainsi attirer du capital (Ouroussoff 2013, 19).

2. Pourquoi parler de gouvernance des agences de notation ?

Il importe de se pencher sur la gouvernance des agences de notation en raison des nombreuses critiques dont elles font l'objet et de la place centrale de ces acteurs dans la finance internationale d'aujourd'hui. Passons rapidement en revue les critiques traditionnelles adressées aux agences telles qu'identifiées par Norbert Gaillard. La concentration oligopolistique du secteur et l'opacité des méthodes de notation employées sont soulevées par l'auteur. Deux autres critiques sont l'incapacité des agences à prévoir les baisses marquées de solvabilité des emprunteurs et leur tendance à trop réagir lorsqu'une crise est confirmée. La critique la plus commune est toutefois celle du mode de rémunération des agences selon lequel ce sont les émetteurs de dette (les emprunteurs plutôt que les investisseurs) qui paient pour obtenir une notation pour un instrument financier donné (Gaillard 2010, 3-4). Cela pose évidemment la question de l'objectivité des agences dans leurs processus de notation (on comprend ici qu'attribuer des notes élevées est susceptible d'attirer davantage de client et donc plus de revenus).

Deux autres critiques importantes doivent également être mentionnées. Premièrement, le fait que les agences n'aient pas à répondre légalement de la fiabilité réelle de leurs notations est fortement décrié (ces dernières invoquent à ce propos le premier amendement de la constitution des États-Unis en affirmant que les notes attribuées ne sont que des opinions). Une dernière critique majeure est le fait que les agences de notation agissent également parfois à titre de consultants pour des acteurs développant des produits financiers. Les agences se trouvent alors à collaborer indirectement à l'élaboration de titres financiers qu'elles auront éventuellement à juger en attribuant une note. Timothy J. Sinclair souligne que cela engendre un conflit entre les rôles : les agences se trouvent à être à la fois juges en donnant en bout de ligne une note à ces titres et conseillers en contribuant à l'élaboration des produits financiers (Sinclair 2010).

2.1. Rôle dans la privatisation de la gouvernance économique

Les agences de notation contribuent également au phénomène de privatisation du processus réglementaire dans le secteur financier (Gavras 2012, 35). Au-delà de l'intégration des notations dans certaines lois, les notes attribuées par les agences peuvent influencer les conditions d'emprunt sur les marchés financiers et, ultimement, le comportement de nombreux acteurs. Au niveau de l'entreprise privée, les actionnaires sont, selon l'anthropologue Alexandra Ouroussoff, tout à fait conscients de cela et «ils exercent une pression directe sur les dirigeants afin que ces derniers s'assurent que leur entreprise obéit bien aux critères des agences de notation» (Ouroussoff 2013, 11). L'auteure souligne que cela peut fortement influencer les priorités stratégiques d'une entreprise et pousse même l'analyse plus loin en écrivant : «les critères eux-mêmes [des agences de notation] ont un impact significatif sur la direction du flux des capitaux et, par conséquent, sur l'économie dans son ensemble» (Ouroussoff 2013, 11).

Timothy J. Sinclair abonde sensiblement dans le même sens en avançant que les notes de crédit des agences influencent comment l'argent, les emplois et les opportunités économiques (*economic opportunity*) sont globalement distribués (Sinclair 2005, 63).

3. Les agences de notation au cœur de documents internationaux

Il n'existe à l'heure actuelle aucun accord international formel encadrant précisément les activités des agences de notation. La mise en place de lois dans ce domaine se fait uniquement au niveau national (ou régional comme dans le cas de l'Union européenne). Cela ne signifie pas pour autant que personne ne porte attention à l'industrie de la notation financière au niveau international, bien au contraire. Cette section présente deux

documents internationaux d'importance au cœur desquels se retrouvent les agences de notation.

3.1. Accord de Bâle II

Les accords de Bâle élaborés dans le cadre de la *Bank for International Settlements* établissent les coefficients de réserve minimum que les banques doivent respecter. Remplaçant l'accord de Bâle I qui négligeait trop les risques de crédit de certains actifs, l'accord de Bâle II est élaboré en 2004-2005 et entre en vigueur en 2007 (Gaillard 2010, 106). Bâle II redéfinit les règles en matière de réserves bancaires et propose deux nouvelles approches distinctes aux banques. La première méthode «repose sur les ratings internes des grandes banques, implique le calcul de la probabilité de défaut de l'emprunteur, de la perte en cas de défaut, de l'exposition au moment du défaut et de la corrélation entre actifs pour déterminer les exigences en fonds propres» (Gaillard 2010, 106-107). Les banques souhaitant utiliser cette approche doivent obtenir au préalable la permission des autorités compétentes et se soumettre à des conditions préétablies (notamment au niveau de la divulgation d'informations) (Basel Committee on Banking Supervision 2005, 48).

La deuxième méthode permet aux banques de déterminer les risques de crédit (et donc les niveaux de réserve nécessaires) en utilisant des évaluations provenant de sources externes (Basel Committee on Banking Supervision 2005, 15). Il va sans dire que les trois grandes agences de notation constituent les sources externes par excellence. Il est à ce propos révélateur que le document *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards : a Revised Framework* de la BIS base ses exemples sur le système de notation de Standard and Poor's (bien que le texte précise qu'il ne s'agit pas d'une préférence ou d'un choix devant impérativement être suivi). La logique de cette approche est relativement simple : «[p]lus les notations sont basses, plus la pondération appliquée est élevée et plus l'exigence en capital, c'est-à-dire le coût implicite imposé aux banques, est élevée» (Gaillard 2010, 106). Cette deuxième approche proposée par Bâle II constitue donc une reconnaissance officielle des notations des grandes agences pour le calcul des réserves en capital et renforce l'importance pour les émetteurs de produits financiers d'obtenir de bonnes notes de crédit (Mathis, McAndrews et Rochet 2009, 658). Certains auteurs poussent l'analyse plus loin en parlant de Bâle II comme de la consécration des agences de notation (Gaillard 2010, 106).

3.1.1. Réforme de Bâle II suite à la crise de 2008

L'incapacité du modèle de Bâle II à prévenir la crise de 2008 et l'hécatombe bancaire qui en a découlé a mené des observateurs à remettre en cause la pertinence de cet accord. En réponse aux nombreuses critiques, les membres de la BIS ont décidé de réviser le texte de Bâle II pour en arriver à un nouvel accord plus ambitieux : Bâle III. Le recours aux systèmes de notes de crédit des agences de notation n'était initialement pas remis en cause par Bâle III. Cela pourrait toutefois éventuellement changer : suite à la publication de deux documents de consultation en 2012 et en 2013, le *Basel Committee on Banking Supervision* entend bientôt publier officiellement de nouveaux standards qui mèneront à la modification de certaines dispositions des accords de Bâle pour réduire l'utilisation de notations externes (comme celles provenant des agences) pour évaluer les risques liés à des produits financiers et établir les niveaux de fonds propres minimums (voir Basel Committee on Banking Supervision 2013, 1-5).

3.2. Code de conduite de l'IOSCO

L'IOSCO a proposé en 2003 une liste de quatre principes qui devraient guider les agences de notation dans leurs activités. En détaillant comment respecter ces principes l'année suivante, l'organisation a élaboré un code de conduite pour ces agences.

Regardons brièvement ces quatre grands principes de l'IOSCO. Le premier est l'intégrité et la qualité des processus de notation. Il s'agit ici de s'assurer de la qualité de l'analyse de l'information menant à l'attribution de notations et de même potentiellement autoriser les autorités compétentes à retirer l'enregistrement aux agences de notation qui ne se montreraient pas intègres dans leurs processus (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2011, 3). Le deuxième principe porte sur l'indépendance et les conflits d'intérêts. Les agences seraient ainsi tenues d'éliminer dans la mesure du possible leurs sources de conflit d'intérêts (dans certains cas, les agences pourraient plutôt avoir à uniquement révéler aux marchés la nature de ces conflits) (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2011, 3-4). Le troisième principe proposé par l'IOSCO s'inscrit dans la même lignée et vise la transparence et l'opportunité de divulguer les notations. Pour ce faire, les agences devraient être obligées de dévoiler leur méthodologie et la performance historique des notes de crédit qu'elles attribuent (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2011, 4). Enfin, le quatrième principe porte sur la confidentialité de l'information. Ce dernier implique que les agences doivent garder confidentielle l'information recueillie pour des fins de notation. L'IOSCO observe que l'application de ce

principe peut également prendre la forme d'une obligation de rendre disponible les notations au grand public (gratuitement ou non) plutôt qu'à seulement des acteurs précis et ciblés (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2011, 4). Cela s'inscrit, dans une certaine mesure, dans la logique de bien public que nous présentons plus loin dans cette section.

Bien que non-contraignant à la base, les implications de ce code de conduite sont majeures puisqu'il s'agit du premier document international qui détaille ce que devraient être les obligations des agences de notation. Celles-ci ont d'ailleurs bien répondu à ce code de l'IOSCO en annonçant en 2004 qu'elles s'engageaient à respecter les grands principes qui y sont mentionnés (Gaillard 2010, 98). Le déclenchement de la crise des *subprimes* en 2007-2008 et la poursuite du département de la Justice des États-Unis soulèvent toutefois une question-clé : à quel point les grandes agences de notation se sont effectivement conformées d'elles-mêmes à ce code de conduite? Si l'on donne le bénéfice du doute aux agences, alors cela signifierait que la notation est une «science» hautement inexacte et peu capable d'anticiper objectivement des changements de conditions, et ce, peu importe les grands principes appliqués. À ce propos, le fait que 90% des titres *subprimes* qui étaient notés AAA en 2006 et en 2007 étaient notés «junk» (titres très peu sécuritaires) en 2009 est assez révélateur (Ferguson 2013, 107).

En l'espèce, le fait que des États ont légiféré en matière de notation financière dans la période d'après-crise apporte un éclairage différent et remet en doute l'application réelle des principes de l'IOSCO par les agences de façon volontaire. Suivant les mesures recommandées par le G20 en 2009, plusieurs gouvernements ont intégré en droit national certains des éléments proposés par l'IOSCO (Gaillard 2010, 100-101; International Organization of Securities Commissions 2013). Sans être un accord global à proprement parlé, le code de conduite de l'IOSCO constitue un exemple d'application par plusieurs gouvernements à la fois de grands principes et de mesures développés par une organisation internationale.

4. Réformes proposées

Face aux critiques dont font l'objet les agences de notation, de nombreuses propositions de réformes sont avancées dans la littérature. Ces idées de réformes peuvent être regroupées en trois grandes approches.

4.1. Approche du bien public

Dans un contexte où les notes de crédit attribuées par les agences sont utilisées par les différents acteurs du secteur financier et mêmes dans certains cadres réglementaires, des auteurs avancent l'idée que les notations présentent les caractéristiques d'un bien public et qu'elles devraient être traitées de la sorte. Différentes approches sont proposées pour atteindre ce but.

4.1.1. Modèle de la *Credit Research Initiative*

Jin-Chuan Duan et Elisabeth Van Laere de l'Université nationale de Singapour présentent une alternative en se basant sur l'exemple de la *Credit Research Initiative de la Risk Management Institute at the National University of Singapore*. Développé en 2009, ce modèle opte pour une approche de type «Wikipedia» en développant une méthodologie disponible à tous et en diffusant gratuitement les évaluations de crédit d'un certain nombre de produits financiers émis par des entreprises (Duan et Van Laere 2012, 3240-3243). Le pari de cette approche est ambitieux : offrir un contrepoids au modèle des grandes agences de notation et leur faire compétition de manière à ce que l'industrie de la notation ait à se réformer et, ultimement, à améliorer la qualité de ses systèmes de notation (Duan et Van Laere 2012, 3240-3246). Le modèle proposé par Duan et Van Laere est certes intéressant, mais les auteurs surestiment probablement le potentiel réformateur de cette façon de faire (du moins à court terme). Avec 94% du chiffre d'affaire mondial de l'industrie de la notation, il est difficile d'imaginer comment le *Big Three* pourrait se sentir menacés par des initiatives relativement marginales comme celle du *Risk Management Institute*. Ainsi, trois éléments semblent nécessaires pour qu'un tel modèle puisse éventuellement gagner en importance. Tout d'abord, il serait nécessaire que d'autres initiatives de ce genre se développent ailleurs dans le monde (spécialement près des grandes places boursières comme New York et Londres). Ensuite, celles-ci devraient s'inscrire dans des réseaux transnationaux pour collaborer et échanger de l'information afin d'ultimement offrir une couverture la plus exhaustive possible des nombreux produits financiers offerts sur le marché. Enfin, la reconnaissance de ces initiatives par les gouvernements et l'inclusion de leurs systèmes de notation dans des lois nationales et internationales donneraient une impulsion significative à ces initiatives pour effectivement espérer rivaliser avec les gros joueurs de ce secteur.

4.1.2. Instaurer une agence de notation publique nationale

La proposition de mettre en place une agence de notation publique nationale s'inscrit également dans une approche de type bien public (Gavras 2010; Schroeder 2013). Ce projet pourrait prendre deux formes. Le secteur public pourrait prendre le contrôle d'une ou de

plusieurs agence(s) de notation (cela reviendrait à les nationaliser) pour les utiliser uniquement à des fins de réglementaires (Gavras 2010, 482). Cette idée soulève évidemment de nombreuses interrogations quant au choix des agences qui feraient l'objet de cette nationalisation. Dans l'éventualité où une seule des grandes agences serait nationalisée, les autres continueraient fort probablement à opérer en parallèle puisque rien n'empêcherait techniquement les investisseurs privés de continuer à se fier aux notations des grandes agences non-publiques (ne serait-ce que par habitude et/ou par confiance en leurs évaluations). On peut également se demander si une telle mesure est susceptible de mener les agences privées à redéployer leurs activités dans des secteurs niches non-explorés par le nouvel organisme public qui serait instauré. La deuxième façon de mettre en œuvre une approche de bien public serait de créer de toutes pièces une nouvelle agence de notation publique qui suivrait une méthodologie approuvée par les autorités compétentes et qui aurait comme «objectif principal [...] de fournir des informations exactes propres à optimiser le processus réglementaire» (Gavras 2012, 36).

Panayotis Gavras de la Banque de commerce et de développement de la Mer noire (basée en Grèce) estime que l'approche publique permettrait d'éliminer certains conflits d'intérêts inhérents à la notation financière lorsqu'exercées par le secteur privé (notamment en ce qui a trait au mode de rémunération des agences et leurs activités de consultation pour l'élaboration de produits financiers). Un nouveau conflit d'intérêt serait toutefois potentiellement créé par l'instauration d'une agence de notation publique puisque les pays se trouveraient à se noter eux-mêmes ou à être notés par un organisme sous leur contrôle (on parle ici de la notation de titres de dette comme les obligations et les bons du Trésor) (Gavras 2012, 36; Schroeder 2013, 348). Il s'agit d'une mise en garde pertinente, mais qui ne doit toutefois pas mener à l'abandon pur et simple d'une telle piste de réforme. Il existe de nombreux exemples d'organismes relevant au final du secteur public qui évaluent d'une manière ou d'une autre le gouvernement et les activités de celui-ci. On peut notamment penser au vérificateur général et au directeur général des élections au Canada. La clé est d'attribuer à ces acteurs un degré d'indépendance suffisant pour les mettre à l'abri de pressions politiques.

4.1.3. Créer une agence de notation publique internationale

Une solution globale pourrait également permettre d'éviter qu'un État ait à se noter lui-même. En effet, une agence de notation publique internationale serait apatride et donc au-dessus des considérations politiques nationales. Il existerait deux principales façons de définir le mandat de cette agence internationale. La version la plus poussée serait de lui

confier le mandat d'évaluer l'ensemble des titres transigés sur les marchés financiers mondiaux. Cela serait évidemment d'une complexité colossale et nécessiterait que l'organisme développe une expertise et une capacité d'évaluation des différents marchés financiers de la planète. La deuxième approche nécessiterait la mise en place par les États d'agences de notation publiques nationales et confierait à l'agence publique internationale le mandat d'agrèger les données et les notes attribuées par ces entités nationales. Cependant, le danger de *freeriding* (passagers clandestins) serait hautement présent dans cette approche. En effet, un État aurait des incitatifs à ne pas mettre en place une agence de notation publique nationale (ou d'en créer une bidon sans trop se préoccuper de la qualité des notes de crédit attribuées -ce qui fausserait potentiellement l'agrégation-) puisque, les notations de l'agence internationale étant un bien public, le pays aurait malgré tout accès aux évaluations² La solution à ce problème serait d'aller, dans une certaine mesure, contre l'esprit à la base même de la notion de bien public, en ne divulguant pas les notations de l'agence internationale aux pays identifiés comme passagers clandestins.

4.2. Approche de marché

Inspirée des idées du financier américain Robert Rosenkranz, une proposition de réforme basée sur le marché s'est développée après la crise de 2008. Il s'agirait selon cette approche de déterminer le coefficient de fonds propres nécessaire pour un actif financier selon le rendement de celui-ci (Rosenkranz 2009). Le niveau de rendement représenterait l'écart du titre en question par rapport à un titre de référence (dans le cas de la proposition de Rosenkranz, le *benchmark* serait les bons du Trésor américain) et suivrait une logique relativement simple : «The higher the spread, the riskier the market has determined the asset to be, and more capital should be required to hold it» (Rosenkranz 2009). La prémisse derrière ce modèle est très répandue en économie, à savoir que le marché reflète en tout temps l'ensemble de l'information disponible sur les produits financiers transigés.

Il est à noter que cette façon de faire pourrait être complétée par des niveaux minimum et maximum de fonds propres (pour permettre une liquidité sur les marchés et éviter une trappe de liquidité) et par l'introduction de règles supplémentaires en cas de crises sur les marchés (Gavras 2012, 37). La place des agences de notation dans cette approche varie selon les auteurs. Robert Rosenkranz et Panayotis Gavras estime que les références à ces dernières seraient évacuées des réglementations pour ne conserver que cette nouvelle

² Le problème du *freeriding* pourrait également être observé dans le cadre de la première définition du mandat au niveau de la contribution au financement de l'agence internationale.

façon de faire. Frank Partnoy affirme pour sa part qu'une mesure basée sur le marché inclurait l'ensemble des informations disponibles dont les notes de crédit attribuées par les agences des notations pour faire une sorte de moyenne des données recueillies (Rosenkranz 2009; Gavras 2012, 37; Partnoy 2006, 91).

Le principal avantage de l'approche de marché serait de permettre d'ajuster plus facilement et plus souvent les niveaux exigés de fonds propres en fonction des fluctuations observés des prix des actifs financiers (Gavras 2012, 37). Selon Gavras, cette facilité d'ajustement romprait avec les pratiques actuelles des agences de notation qui ont tendance à provoquer des mouvements brusques et déstabilisants (Gavras 2012, 37). Cela rejoint évidemment l'une des critiques des agences énoncée à la première section, à savoir que celles-ci ont tendance à trop réagir lorsque des crises sont confirmées. Les risques de manipulation pourraient toutefois guetter cette approche basée sur les comportements du marché. En effet, Gavras estime que cela constituerait un danger «surtout en présence de contraintes de liquidités ou lorsqu'un actif est faiblement négocié et donc sujet à une forte volatilité» (Gavras 2012, 37). La question devient alors à qui reviendrait le rôle de vérifier qu'il n'y ait pas manipulation. Pour s'acquitter de cette tâche, les États pourraient avoir recours à une expertise interne (régulateurs nationaux publics) ou externe (comme les agences de notation). Il est toutefois difficile d'imaginer comment les gouvernements pourraient utiliser les agences de notation s'ils ont opté au préalable pour une approche de marché excluant celles-ci. En ce sens, il semblerait donc plus approprié de suivre la proposition de Partnoy et d'inclure leurs notations dans les données collectées. Les notations des agences pourraient, par exemple, servir de **benchmark** pour vérifier s'il y a manipulation ou non.

Cette approche basée sur le marché n'est également pas à l'abri de chocs financiers importants. En supposant qu'une telle approche ait été en vigueur avant la crise de 2008, l'effondrement relativement soudain du marché des **subprimes** aurait fort probablement mené à des ajustements brusques et déstabilisants des coefficients de fonds propres exigés pour ces actifs (ce qui est pourtant censé être évité par l'application de cette méthode). Face à un écrasement massif des marchés, on peut se demander à quel point il est effectivement possible pour les banques d'ajuster sans trop de heurts leurs niveaux de réserve (on comprend ici qu'une institution bancaire ne peut pas créer d'elle-même de nouvelles réserves de fonds propres : elle est, jusqu'à un certain point, tributaire des dépôts qu'elle reçoit des épargnants).

Enfin, l'idée de Rosenkranz soulève une dernière question, à savoir la gouvernance d'une méthode basée sur le marché. De par sa nature, cette approche ne nécessiterait pas nécessairement une gouvernance globale active et poussée pour être mise en application par les banques. En effet, il reviendrait avant tout aux régulateurs nationaux de faire le suivi et les vérifications auprès des banques. Néanmoins, une certaine collaboration intergouvernementale serait nécessaire lors de l'élaboration des modèles afin d'assurer que les façons de faire (notamment quant au choix du titre financier qui agirait en tant que benchmark) soient relativement uniformes et de faire en sorte que l'ensemble des acteurs bancaires jouent le plus possible selon les mêmes règles en matière de réserves d'un pays à l'autre.

4.3. Approche réglementaire

La troisième piste de réforme proposée dans la littérature est celle de l'approche réglementaire. Il s'agirait dans cette perspective de mettre en place des lois et des règlements pour faire face à cette nouvelle gouvernance internationale privée de la finance. Deux grandes écoles de pensée sont observables au sein de cette approche réglementaire. La première vise à améliorer et à ultimement augmenter l'encadrement des agences de notation, tout en conservant le recours à des fins réglementaires aux notes qu'elles attribuent. Pour ce faire, de nombreuses mesures réglementaires pourraient être mises en place, notamment quant à leur fonctionnement (incluant les méthodes de notation), leur modèle de rémunération, la qualité et la performance des notations qu'elles attribuent (Gavras 2012, 36). L'idée maîtresse derrière ces propositions est bien sûr de forcer les agences de notation à faire preuve de plus de transparence, et ce, autant face aux autorités publiques qu'aux investisseurs (leurs clients).

Toutefois, lorsqu'il est question des méthodologies de notation utilisées, obliger davantage de transparence est mal accueilli par l'industrie de la notation financière puisque cela implique le risque que de l'information clé soit divulguée à des concurrents et que les incitatifs à innover soient par conséquent éliminés en raison du risque de freeriding (Kerwer 2005, 469; Darbellay et Partnoy 2012, 282). Cela n'a toutefois pas empêché les États-Unis et l'Union européenne de légiférer après la crise de 2008 pour obliger les agences à divulguer de l'information (aux régulateurs et aux investisseurs) quant aux méthodologies utilisées pour évaluer et noter des titres (Darbellay et Partnoy 2012, 285; Woo 2012, 65). La divulgation permet évidemment aux régulateurs américains et européens d'évaluer les méthodologies des agences et de même révoquer leurs enregistrements en cas de manquements.

Toujours selon la première école de pensée de maintenir le recours aux notations provenant de sources externes pour des lois en matière de finance, il est proposé de mettre en place un intermédiaire entre les émetteurs de titres et les agences qui notent ces produits financiers. Cet intermédiaire prend diverses formes selon les auteurs. Panayotis Gavras propose de mettre en place des comités d'investisseurs qui choisiraient quelle agence émettrait une notation pour un client donné tandis que Alan S. Blinder de l'Université Princeton propose d'attribuer le rôle d'intermédiaire aux places boursières et la S.E.C. (Gavras 2010, 476; Blinder 2013, 81). Jérôme Mathis et Jean-Charles Rochet de l'école d'économie de Toulouse ainsi que James McAndrews de la réserve fédérale de la Banque de New York avancent pour leur part l'idée de «plateformes centrales» pour séparer les émetteurs et les agences. Cela fonctionnerait de la façon suivante.

When a potential issuer wants to apply for credit ratings by a NRSRO, it is required to contact a platform, that could be an exchange, a clearing house or a central depository. This platform would be completely in control of the ratings process and would also provide record keeping services to the different parties in the securitization operation. [...]The potential issuer would pay a pre-issue fee to the central platform. The central platform would then organize the rating of the pool of loans by one or several NRSROs. The rating fees would be paid by the central platform to the NRSROs. These fees would be independent of the outcome of the rating process and whether the issue finally takes place or not. (Mathis, McAndrews et Rochet 2009, 669).

Il s'agit d'une proposition assez intéressante qui permettrait à première vue d'effectivement éliminer une source de conflits d'intérêt, à savoir le contact direct entre les deux groupes d'acteurs et le fait que les émetteurs peuvent jusqu'à un certain point «magasiner» les notations pour un titre financier en allant d'une agence à l'autre. Toutefois, cette mesure ne saurait à elle seule régler tous les problèmes liés aux activités des agences de notation (notamment en matière de méthodologie) et devrait fort probablement être appliquée de concert avec d'autres réformes.

La deuxième école de pensée de l'approche réglementaire consiste à diminuer, voire même à éliminer, le recours aux notations provenant de sources externes (comme les agences) des cadres réglementaires. Il s'agit de l'approche favorisée par de nombreux gouvernements et organisations internationales à l'heure actuelle. Suite à la crise de 2008, le G-20 et le Financial Stability Board en ont appelé à plusieurs reprises à des changements de cette nature (Duan et Van Laere 2012, 3242). Les États-Unis et l'Union européenne sont les deux

joueurs qui ont agi le plus rapidement (et le plus en profondeur) pour évacuer de leurs lois le recours aux notations des agences. Cette dynamique est également observable au niveau de la *Bank for International Settlements*. En effet, le *Basel Committee on Banking Supervision* entend bientôt publier de nouveaux standards qui mèneront à la modification de certaines dispositions des accords de Bâle pour réduire la dépendance des banques envers les agences de notation.

L'approche réglementaire est en quelque sorte l'idée la plus traditionnelle et celle qui semble la plus susceptible de fonctionner dans l'immédiat aux niveaux national et même international, puisque les États sont habitués de procéder de la sorte pour s'attaquer à de grands problèmes globaux (avec un succès mitigé toutefois). Des difficultés pourraient toutefois potentiellement se poser si l'on opte pour cette façon de faire. Charles H. Ferguson illustre la réticence marquée des agences de notation à être régulées davantage en écrivant : «When state legislatures occasionally threatened to reduce their power or increase their liability, the rating agencies threatened to stop rating bonds issued in those states» (Ferguson 2013, 106-107). Ce chantage serait toutefois quelque peu contrecarré dans l'éventualité où les États ne dépendraient plus des notations des agences pour leurs réglementations. Dans les faits, ces «menaces» n'ont pas empêché l'Union européenne de réformer certains aspects du secteur de la notation financière suite à la crise de 2008 avec la réglementation 1060/2009 (par la suite amendée par les réglementations 513/2011 et 462/2013. Les États-Unis et le Canada en ont aussi fait de même avec, respectivement, les réformes *Dodd-Frank Act* et NI 25-101 *Designated Rating Organizations*.

Enfin, soulignons une autre difficulté excessivement pertinente soulevée par Harry McVea de l'Université de Bristol. L'auteur avance qu'il serait très difficile de vérifier concrètement si les agences de notation qui prétendraient se conformer aux standards et règles en place le feraient effectivement (McVea 2010, 718). En effet, selon McVea, il existera toujours, malgré les règlements en place, un incitatif pour les agences à négliger ou à littéralement éviter les obligations en place, et ce, que la compétition dans cette industrie soit faible (dans un tel cas, il n'y a pas de sanction de marché -étrangement l'auteur ne parle pas des sanctions légales-) ou forte (alors les compétiteurs ont intérêt à tricher pour prendre une longueur d'avance sur les autres) (McVea 2010, 718). Cette dynamique semble donc plaider en faveur de la mise en place d'organismes réglementaires et de supervision nationaux plutôt qu'internationaux. En effet, il serait fort probablement beaucoup plus difficile pour une organisation internationale de vérifier concrètement sur le terrain si les agences remplissent

leurs obligations. Travailler à l'échelle nationale apporterait sans doute de meilleurs résultats (ne serait-ce qu'en raison du développement d'une certaine expertise et d'une connaissance plus approfondie du terrain d'opération). Néanmoins, les lois et les standards devant être appliqués par ces organismes devraient être élaborés à l'échelle internationale afin de s'assurer que tous les acteurs jouent selon les mêmes règles et que les agences ne déménagent tout simplement pas dans les pays où les règles sont moins sévères.

Conclusion

Les agences de notation ont considérablement gagné en importance sur la scène financière internationale en raison de certaines décisions prises par la SEC et le gouvernement des États-Unis au siècle passé et au début des années 2000. La mondialisation des capitaux et le place centrale du marché financier américain ont contribué à diffuser les pratiques américaines (notamment le recours aux notes de crédit des agences pour des fins réglementaires) ailleurs sur la planète. Ces agences faisant l'objet de nombreuses critiques, l'enjeu de la gouvernance internationale de cette industrie est crucial. Ces acteurs sont d'ailleurs au cœur de l'accord de Bâle II élaboré par la BIS et du code de conduite proposé par l'IOSCO. Enfin, plusieurs réformes portant sur les activités des agences de notation sont proposées dans la littérature. Ces dernières peuvent être regroupées sous trois catégories, à savoir l'approche du bien public, l'approche de marché et l'approche réglementaire. Celles-ci ont chacune leurs forces et leurs faiblesses et pourraient toutes contribuer, d'une manière ou d'autre, à améliorer la gouvernance des agences de notation. Cependant, aucune de ces grandes pistes de réforme ne pourrait à elle seule régler l'ensemble des critiques adressées au secteur de la notation. En effet, pour qu'elles portent fruit, ces réformes devraient être combinées entre elles et, selon les cas, s'inscrire dans une logique globale (intergouvernementale) d'une manière ou d'une autre.

De façon plus générale, il est également essentiel de repenser les liens entre la gouvernance publique et la gouvernance privée de la finance internationale. À l'ère de la mondialisation, ces deux types de gouvernance ne peuvent tout simplement pas évoluer en vase clos et encore moins se faire mutuellement compétition. Ainsi, il est impératif de se demander comment intégrer de façon optimale des acteurs privés dans la gouvernance publique. Le cas de figure des agences de notation doit toutefois servir de leçon: si l'on intègre des acteurs privés à la gouvernance publique globale, alors il est nécessaire que des conditions et des obligations prédéfinis soient imposés par le fait même à ces acteurs (ce qui n'a pas été fait à l'échelle internationale avec les agences de notation suite à l'accord de Bâle II).

Bibliographie

"About BIS-Overview." 2013. *Bank for International Settlements*. Page consultée le 10 mars, <http://www.bis.org/about/index.htm>.

Bank for International Settlements. Basel Committee on Banking Supervision. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*. Bâle: Bank for International Settlements, 2005.

Bank for International Settlements. Basel Committee on Banking Supervision. *Consultative Document: Revisions to the securitisation framework*. Bâle: Bank for International Settlements, 2013.

Blinder, Alan S. *After the Music Stopped: the Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. New York: Penguin Books, 2013.

«Charter of the Financial Stability Board.» 2012. *Financial Stability Board*. Mis à jour June 2012. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_120809.pdf.

Darbellay, Aline et Frank Partnoy. «Credit rating agencies and regulatory reform.» *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*. Ed. Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, 273-297. Cheltenham/Northampton: Edward Elgar Publishing, 2012.

Davies, Howard. «Global Financial Regulation after the Credit Crisis.» *Global Policy* 1.2 (2010): 185-190.

Duan, Jin-Chuan et Elisabeth Van Laere. «A public good approach to credit ratings – From concept to reality.» *Journal of Banking & Finance* 36 (2012): 3239-3247.

Eaglesham, Jean, Jeannette Neumann et Evan Perez.. «U.S. Sues S&P Over Ratings.» 2013. *The Wall Street Journal*, le 5 février. <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887324445904578284064003795142>.

Ferguson, Charles H. *L'Amérique des prédateurs*. Paris: JC Lattès, 2013.

Gaillard, Norbert. *Les agences de notation*. Paris: La Découverte, 2010.

Gavras, Panayotis. «Regulatory abdication as public policy: government failure and the real conflicts of interest of credit rating agencies.» *Southeast European and Black Sea Studies* 10.4 (2010): 475-488.

Gavras, Panayotis. «Le B.A.-BA des notes.» *Finances & Développement* (2012): 34-37.

«Re: Transparency and Competition Among Credit Rating Agencies.» 2013. *International Organization of Securities Commissions*, mis à jour le 15 avril 2013. http://www.iosco.org/library/briefing_notes/pdf/IOSCOBN01-13.pdf.

Kerwer, Dieter. «Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies.» *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions* 18.3 (2005): 453-475.

Mathis, Jérôme, James McAndrews et Jean-Charles Rochet. «Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?» *Journal of Monetary Economics* 56.5 (2009): 657-674.

McVea, Harry. «Credit Rating Agencies, the Subprime Mortgage Debacle and Global Governance: the EU Strikes Back.» *International and Comparative Law Quarterly* 59.3 (2010): 701-730.

Ouroussoff, Alexandra. Triple A: *Une anthropologue dans les agences de notation*. Paris: Belin, 2013.

Partnoy, Frank. «How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers.» *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?* Ed. Yasuyuki Fuchita et Robert E. Litan, 59-102. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2006.

Rosenkranz, Robert. 2009. «Let's Write the Rating Agencies Out of Our Law.» *The Wall Street Journal*, mis à jour le 2 janvier 2009. <http://online.wsj.com/news/articles/SB123086073738348053#mjDropdown>.

Rousseau, Stéphane. «A Question of Credibility : Enhancing the Accountability and Effectiveness of Credit Rating Agencies.» C.D. *Howe Institute Commentary* (2012).

Schroeder, Susan. «A Template for a Public Credit Rating Agency.» *Journal of Economic Issues* 47, no. 2 (2013): 343-350.

Sinclair, Timothy J. *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca/London: Cornell University Press, 2005.

Sinclair, Timothy J. «Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis.» *Economic sociology_the european electronic newsletter* 12, no. 1 (2010): 4-9.

Sinclair, Timothy J. 2010. «Problems With Credit Rating Agencies.» Conférence Michaelmas Term Seminar Series 2010. Oxford Martin School. mis à jour le 25 novembre 2010. <http://www.oxfordmartin.ox.ac.uk/videos/view/73>.

International Organization of Securities Commissions. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. ***Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies: Final Report***, 2011.

“The International Organization of Securities Commissions.” 2013. IOSCO, Page consultée le 10 mars. <http://www.iosco.org/about/>.

“Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations” 2013. U.S. Securities and Exchange Commission. mis à jour décembre 2009. D<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep1213.pdf>.

White, Lawrence J. «The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle.» ***Critical Review*** 21.2-3 (2009): 289-399.

Woo, Sarah Pei. «Stress before Consumption: A Proposal to Reform Agency Ratings.» ***European Law Journal*** 18.1 (2012): 62-82.