



LE B. A.-BA DES NOTES

Panayotis Gavras

Les agences de notation privées ont été amenées à remplir une fonction publique, car les régulateurs n'ont pas trouvé d'autre solution

LES AGENCES de notation de crédit sont devenues une composante essentielle du paysage financier. Ces sociétés privées évaluent le risque de crédit des entreprises ou des États qui cherchent à contracter des prêts ou à émettre des titres à revenu fixe, tels qu'obligations. Le recours à ces agences est tellement ancré dans les esprits que les emprunteurs potentiels doivent souvent obtenir une note de crédit avant d'essayer de lever des fonds sur les marchés. Les notes donnent aux prêteurs éventuels des indications sur la solvabilité de l'emprunteur, ce qui permet de déterminer le taux d'intérêt, donc le prix, que l'emprunteur doit payer pour son financement.

Toutefois, les évaluations de ces agences privées, conçues pour les marchés financiers privés, ont été transplantées dans le domaine public; les autorités réglementaires du monde entier les utilisent, par exemple, pour évaluer le risque des portefeuilles bancaires ou pour déterminer la quantité de réserves que les établissements financiers doivent détenir pour se prémunir contre l'insolvabilité. Comme les autorités de contrôle mettent de plus en plus l'accent sur le risque comme base de l'adéquation des fonds propres, l'évaluation que font les agences de notation de ces risques est, dans les faits, devenue un bien public.

Cette entrée des agences de notation — surtout Standard & Poor's, Moody's et Fitch

(encadré 1) — dans le périmètre réglementaire a eu deux conséquences. Premièrement, la réglementation bancaire s'est modifiée, en passant de pourcentages fixes et statiques à des scores dynamiques qui peuvent varier selon l'évaluation que fait l'agence de notation du risque de crédit. Cela a donné au processus une plus grande granularité, mais l'a aussi rendu plus complexe, d'où un risque d'évaluations incorrectes, obsolètes, voire trompeuses. Deuxièmement, cela a permis à des entités privées de s'intégrer à la réglementation — domaine normalement réservé au secteur public. Le débat concernant les agences de notation s'est surtout centré sur les conflits d'intérêts et autres problèmes liés à la qualité de l'évaluation. On a bien moins étudié le risque d'un grave conflit entre les objectifs des agences de notation privées, qui cherchent à maximiser les intérêts de leurs actionnaires, et la finalité du rôle réglementaire qu'elles remplissent et que, certes, elles n'ont pas sciemment cherché à jouer.

Dans le bilan qu'elles dressent des défaillances de la réglementation et de la surveillance avant la crise mondiale, les autorités doivent examiner la dépendance à l'égard des agences de notation. Bien que toute évaluation doive tenir compte du coût des changements, diverses pistes sont envisageables, dont celles qui consisteraient à réformer les agences de notation, à les soumettre à un contrôle public, ou à leur trouver des solutions de remplacement.

Évolution des notes de crédit

À mesure que les marchés financiers ont gagné en complexité, les possibilités d'emprunt se sont multipliées, et il est devenu de plus en plus difficile d'obtenir des informations complètes sur des emprunteurs potentiels. Grâce à des économies d'échelle, les agences de notation sont en mesure d'offrir des services d'information économiquement performants, qui réduisent l'écart entre ce qu'un investisseur sait d'un emprunteur et ce que l'emprunteur sait lui-même, en affectant une note à chaque emprunteur. En réduisant ces asymétries d'information entre emprunteurs et prêteurs, les agences stimulent la liquidité des marchés et alimentent l'activité financière tout en faisant baisser les coûts. Les emprunteurs dont la note de crédit est plus élevée (donc meilleure) ont généralement plus facilement accès à plus de financements et à moindre coût, car on les juge moins risqués et mieux à même de rembourser l'intégralité de ce qu'ils doivent, intérêts compris. La note est bien souvent le premier point de référence dans le processus de vérification préalable.

Bien que les agences de notation soient des sociétés privées, leur rôle dans la réglementation financière s'est développé depuis les années 70 — surtout à la suite d'un accord international visant à évaluer les portefeuilles bancaires selon le risque de leurs actifs et à fixer des obligations de fonds propres en conséquence. Cet accord, dit de Bâle II, avait pour but d'apporter plus de nuances aux normes réglementaires (encadré 2). L'incorporation des évaluations de crédit des agences s'est surtout justifiée par la conviction qu'elles proposaient une conception plus élaborée de la mesure du risque de crédit par rapport à la pratique consistant simplement à calculer les fonds propres à partir d'un pourcentage fixe de l'actif total — la démarche de l'accord précédent, dit de Bâle I, qui ne permettait pas autant de différenciation.

Un rôle pérennisé

Le débat d'après-crise sur le rôle des agences de notation dans la réglementation financière a surtout porté sur les questions de conflits d'intérêts et de niveau de performance. Il soulève notamment les questions de savoir comment les agences affectent leurs notes, ce qu'elles notent, si ces notes ont alimenté l'envolée du crédit avant la crise et les bulles des prix des actifs qui en ont résulté, et si elles

Encadré 1

Le podium des agences de notation

Les agences de notation, dont certaines remontent au XIX^e siècle, évaluent le risque de crédit de la dette émise par les entreprises et les États, ainsi que certains produits d'investissement, comme des obligations adossées à des actifs (CDO). Elles affectent généralement une note qui varie de la qualité la plus élevée, peu risquée, à la qualité la plus faible, où la probabilité de remboursement est infime, voire nulle.

Le secteur de la notation est dominé par trois agences : Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Moody's et Standard & Poor's, basées à New York, détiennent chacune environ 40 % du marché mondial, Fitch, dont le siège est à New York et à Londres, en détient à peu près 10 %. Des agences de plus petite taille existent un peu partout dans le monde, surtout dans des secteurs spécialisés dans certains pays ou produits.

ont eu des effets pervers après la crise. Ces doutes sont légitimes, mais ils soulignent aussi à quel point les agences de notation sont devenues une composante essentielle du système financier — pour ainsi dire « pérennisées », à tel point qu'elles remplacent les vérifications préalables au lieu de venir éclairer la prise de décision (BRI, 2009). Cette pérennisation résulte en partie des stratégies de placement des banques, fonds d'investissement et autres entités privées, mais elle s'explique surtout par le rôle institutionnalisé des agences de notation dans le domaine public — surtout dans la réglementation bancaire, mais aussi dans des domaines comme la détermination des garanties admissibles dans les opérations des banques centrales ou les décisions d'investissement des fonds contrôlés ou gérés publiquement, comme les fonds de pension.

Le recours aux notes des agences dans la réglementation financière équivaut à la fois à la privatisation du processus réglementaire — intrinsèquement, une responsabilité d'État — et à la renonciation par l'État à l'une de ses principales fonctions pour tirer, en principe, des avantages tels qu'une diminution des coûts réglementaires et un niveau plus élevé de performance et de nuance.

Une certaine défaillance de l'État

Cet abandon de la responsabilité réglementaire à des agences privées peut être vu comme une forme de défaillance de l'État, car ce dernier transfère l'autorité réglementaire à des sociétés privées tout en conservant la responsabilité des grandes conséquences. Cette démarche soulève un certain nombre de problèmes :

- Les agences de notation cherchent à maximiser leurs bénéfices et les intérêts de leurs actionnaires. Bien qu'elles soient fortement incitées à fournir des informations fiables, elles n'ont pas le même mandat qu'une agence réglementaire chargée de fournir des renseignements dans l'intérêt du public. Quand la motivation privée et l'impératif public ne sont pas entièrement compatibles, la porte peut être ouverte au conflit et à la confusion. Le public ou le privé, voire les deux, peuvent en pâtir. Si l'impératif public est touché, la crédibilité du processus réglementaire s'en trouve affaiblie.
- L'agrément et la réglementation des agences de notation brillent par leur discrétion (Katz, Salinas et Stephanou, 2009). Les agences sont surtout sélectionnées grâce à leur notoriété, plutôt qu'à partir d'obligations réglementaires ou de procédures d'agrément codifiées. Les systèmes d'évaluation et de validation des méthodologies utilisées, les processus d'autorisation des agences et les systèmes de surveillance destinés à garantir leur responsabilisation ont été faibles — sommaires, tout au plus.
- Même si une agence de notation a eu d'excellents résultats par le passé, la crédibilité du processus réglementaire risque de s'éroder, car les notes sont intrinsèquement faillibles en raison de leur subjectivité. Dans le secteur privé, si une agence descend en dessous d'un certain seuil de fiabilité, elle perdra des clients et finira par disparaître. Toutefois, si elle fait partie du cadre réglementaire, ses erreurs peuvent avoir des conséquences graves; on pourra certes finalement l'exclure si son fonctionnement laisse à désirer, mais comment une agence peut-elle défaillir tant qu'elle fait partie du cadre réglementaire? Qui sera responsable si ses avis entraînent des distorsions — surtout si les établissements financiers finissent par manquer de fonds propres? Une note incorrecte induirait en erreur ceux qui en dépendent, et le prix à payer pourrait être élevé. Les agences de notation avertissent

régulièrement que leurs notes ne sont que des avis et qu'elles ne sont pas responsables des conséquences de leur utilisation à des fins réglementaires. Peut-être comprennent-elles mieux la nature du problème que les autorités de l'État?

- Les changements de note provoquent des mouvements sur les marchés, ce qui modifie la valeur des actifs et donc le niveau de fonds propres requis. Ils influent aussi sur la possibilité d'utiliser ces actifs comme garantie. Cela n'est pas nécessairement mauvais, car ces changements influent sur l'évaluation du risque et du prix des actifs, mais ils peuvent provoquer une déstabilisation soudaine, accroître inutilement la volatilité, ou entraîner un surajustement de la valeur de l'actif, surtout en cas de dégradation. Par le jeu des circuits réglementaires, ils peuvent ainsi aboutir à une crise. En outre, les vérifications préalables requises des investisseurs dont les décisions sont liées aux notes (par exemple, certains fonds de pension) sont réduites ou même court-circuitées par l'importance considérable des notes de crédit.

- Les agences de notation exercent depuis longtemps une influence considérable sur les évolutions du marché à cause de la confiance que leur accordent ceux qui demandent leurs services. La consécration de leur rôle dans la réglementation multiplie leur puissance. Elle fausse davantage la concurrence dans un secteur aux tendances oligopolistiques, car les clients bénéficient non seulement des avantages d'un système de notation unique pour comparer différentes classes d'actifs, mais aussi de la commodité de ne pas avoir à déchiffrer les méthodologies de nombreuses agences de notation. Pour l'utilisateur, la situation est meilleure et plus simple avec moins d'agences.

De plus, même si les agences privées admissibles font admirablement bien leur travail, il existe toujours un risque d'irrégularité apparente. On peut notamment se demander si le fait que ce soient les emprunteurs potentiels plutôt que les investisseurs potentiels qui rémunèrent les agences n'influe pas, consciemment ou inconsciemment, sur les notes qu'elles accordent. Ce risque d'irrégularité peut nuire tout autant à la crédibilité du processus qu'une faute réelle.

Le chemin à suivre

Puisque les besoins de fonds propres sont une facette importante du cadre réglementaire global et comme les notes de crédit sont

Encadré 2

Les accords de Bâle

Le premier accord de Bâle, baptisé Bâle I, conclu en 1988 par un groupe de gouverneurs des banques centrales des dix plus grandes économies mondiales, devait servir à guider les autorités de contrôle des banques actives à l'international.

Ce groupe — le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire —, qui compte aujourd'hui 27 membres, est hébergé par la Banque de règlements internationaux, organisation indépendante de banques centrales, dont le siège est à Bâle, en Suisse.

Trois accords formels ont été conclus sur des questions telles que la détermination du niveau de fonds propres bancaires. Bâle I a été signé en 2004, et l'accord concernant Bâle III, un ensemble global de réformes, est intervenu en septembre 2010 et la mise en œuvre de ses recommandations est toujours à l'examen.

essentielles pour déterminer ces besoins, toute réforme de la réglementation après la crise doit examiner le rôle des agences. Il y a quatre pistes en ce sens.

Mettre à niveau la réglementation : Il s'agirait de modifier les règles existantes, mais les agences de notation conserveraient essentiellement le même rôle réglementaire. Les réglementations pourraient devenir plus strictes. Par exemple, les autorités pourraient exiger des agences qu'elles expliquent plus clairement leur façon de fonctionner. Le modèle de rémunération pourrait aussi être modifié pour résoudre les conflits d'intérêts. Les honoraires pourraient être réglementés. Les gouvernements pourraient instituer des processus d'évaluation et d'accréditation plus efficaces pour les agences et leurs méthodologies, tout en renforçant le contrôle de la qualité. Des comités d'investisseurs pourraient être créés pour solliciter des notes de crédit, maintenant ainsi la distance entre clients et agences. Les autorités réglementaires pourraient reconnaître la faillibilité des agences et fixer des niveaux acceptables d'exactitude, bien que cela puisse soulever des questions concernant les recours ou les dédommagements en cas d'inexactitude. Ces démarches, séparément ou collectivement, pourraient atténuer certains problèmes, améliorer l'exactitude et la réactivité, et atténuer le conflit d'intérêts dû au fait que l'entité qui cherche à obtenir une note favorable est aussi celle qui paie. Toutefois, de telles réformes ne permettent pas de résoudre le conflit fondamental entre les incitations privées et l'impératif réglementaire public d'exactitude des notes.

Une autre solution serait de réglementer les agences de notation privées au point de les transformer en services d'intérêt public. Cette démarche réduirait sensiblement les conflits d'intérêts et coûterait beaucoup moins que la création d'une nouvelle agence de notation publique. Cela soulèverait aussi des questions importantes concernant la sélection d'une agence. Les emprunteurs potentiels seraient-ils obligés d'utiliser une agence en particulier? Demanderait-on aux agences de se porter volontaires? Y aurait-il un processus d'appel à la concurrence?

La solution publique : Une ou plusieurs agences de notation privées pourraient être mises sous contrôle public; toutes les agences privées pourraient aussi être exclues des activités réglementaires et remplacées par un nouvel organisme public. Celui-ci suivrait une méthodologie de notation transparente et approuvée. Il serait rémunéré pour couvrir ses frais d'exploitation, mais, au lieu de maximiser les bénéfices, son objectif principal serait de fournir des informations exactes propres à optimiser le processus réglementaire. La création de ce type d'entité pourrait dépasser les capacités d'un pays et aboutir à d'autres problèmes, comme celui du protectionnisme réglementaire. Par ailleurs, la création d'un organisme supranational serait complexe, car cela nécessiterait une coopération internationale et énormément de bonne volonté.

La solution publique résoudrait certains problèmes liés aux conflits d'intérêts, mais en créerait sans doute d'autres, car les États souverains se noteraient eux-mêmes ou seraient notés par une entité leur appartenant (intégralement ou partiellement). En outre, une agence publique devrait affirmer sa crédibilité et son indépendance par rapport aux influences politiques et prouver sa fiabilité. Cela s'avérerait coûteux, car il faudrait créer une ou plusieurs nouvelles institutions. Cette solution n'échapperait pas non plus aux problèmes tels que la «capture réglementaire», la faillibilité des notes, le manque d'actualité des informations, l'aléa

Réformes d'après-crise

Après la crise de 2008, les réformes se sont concentrées sur les agences de notation, surtout aux États-Unis et dans l'Union européenne. Aux États-Unis, le Dodd-Frank Act a accru le contrôle des agences de notation, afin de renforcer les obligations d'information et de résoudre les conflits d'intérêts liés au modèle de l'«utilisateur-payeur». Cette loi impose aussi aux autorités réglementaires d'étudier des options visant à réduire la dépendance à l'égard des agences de notation et de préparer des examens réguliers.

L'Union européenne ne prévoit pas de réduire le recours aux agences; elle entend plutôt développer la réglementation et modifier le modèle de fonctionnement des agences. Elle a proposé des règles plus strictes concernant l'accréditation, les obligations d'information et les conflits d'intérêts, une proposition obligeant notamment les émetteurs de dette à changer d'agence tous les trois ans, ou tous les ans si une agence note plus de dix titres de créance consécutifs du même émetteur.

Selon d'autres propositions, une autorité de contrôle de l'UE pourrait interdire de publier la note d'une dette souveraine dans des «circonstances exceptionnelles», et une agence de notation publique européenne pourrait être créée.

moral et les répercussions politiques des décisions. Il est aussi probable que les agences existantes souffriraient d'une chute d'activité.

Revenir à des règles plus simples en matière de fonds propres : On pourrait aussi éliminer le rôle des agences de notation, et les autorités réglementaires pourraient revenir à quelques obligations de fonds propres simples et prédéterminées pour les emprunteurs. Ce qui serait perdu en nuance et en granularité pourrait être compensé par plus de simplicité et donc de transparence. Les autorités pourraient aussi faire appliquer et suivre ces règles de façon plus prévisible et plus facile. Le retour à des ratios statiques éliminerait les erreurs de jugement provoquées par les changements de note, encore que la détermination des ratios puisse être âprement débattue. Sans les conflits d'intérêts des agences privées, la transparence et la prévisibilité s'amélioreraient. Dans un système plus simple, les acteurs du marché risqueraient moins de se soustraire aux réglementations. Toutefois, avec ces règles simplifiées en matière de fonds propres, il serait plus coûteux, et donc plus difficile pour certaines entités, de lever des fonds, ce qui pénaliserait l'activité financière et éventuellement la croissance économique. En outre, comme les règles simplifiées ne feraient pas de distinctions entre risques, elles pourraient, de façon perverse, inciter les banques à prêter plus à des entités plus risquées, ce qui augmenterait la probabilité de futures crises financières. Aussi une démarche fondée sur des règles simples devrait-elle être surveillée attentivement et mise en œuvre conjointement à d'autres outils ou indicateurs réglementaires. Sa simplicité relative et l'absence d'institutions en font la proposition la moins coûteuse. D'un point de vue politique, tout retour à des règles simples équivaudrait à un constat d'échec pour Bâle II, démarche qui préconise un calcul des fonds propres basé sur les risques.

Niveaux de fonds propres liés au marché : Cette démarche s'appliquerait sur le marché pour déterminer le niveau de fonds propres qu'un établissement doit détenir pour un actif donné (Rosenkranz,

2009). Au lieu d'une note de crédit, le cours du marché servirait à juger du profil de risque de l'actif. La quantité de fonds propres nécessaire pour détenir un titre à revenu fixe serait essentiellement liée au rendement de ce dernier. Ces fonds propres augmenteraient proportionnellement à l'écart de ce titre par rapport à un titre de référence : c'est le marché qui déterminerait le risque.

Une telle démarche exclurait les agences de notation de la réglementation tout en conservant un processus élaboré, transparent et axé sur le marché. En effet, puisque les perspectives du marché changent fréquemment, il serait possible d'adapter les fonds propres plus souvent — de façon plus progressive et nuancée que ne le font les actuels changements de note, souvent générateurs de mouvements brusques et déstabilisants. Cette approche nécessite toutefois des marchés liquides et profonds; il se peut aussi qu'il faille la compléter par des niveaux minimum et maximum de fonds propres — ce qui en ferait une variante des règles simples en matière de fonds propres. Des garde-fous supplémentaires pendant les périodes de crise sur les marchés exigeraient une intervention des autorités réglementaires si les prix dépassaient certains seuils et s'écartaient sensiblement des valeurs sous-jacentes. Le marché servirait de repère pour les régulateurs, sans les exclure du processus réglementaire — comme c'est le cas quand ils dépendent des agences de notation. Il y aurait toutefois des risques de manipulation, surtout en présence de contraintes de liquidités ou lorsqu'un actif est faiblement négocié et donc sujet à une forte volatilité.

Les coûts et les inconvénients de chaque solution doivent être évalués par rapport aux avantages attendus — qu'il faudra définir et, si possible, quantifier. À certains égards, il s'agira de choisir le moindre mal, car il existera toujours des risques liés à la réglementation, et ceux qui y sont soumis trouveront toujours des moyens créatifs pour s'y soustraire ou pour la détourner si elle ne leur plaît pas. Toute réforme des agences de notation doit s'inscrire dans une refonte plus large de la réglementation, car de nombreux dysfonctionnements réglementaires ont été détectés au lendemain de la crise financière mondiale de 2008 (encadré 3). En outre, les coûts de la transition vers un nouveau système doivent être évalués attentivement, car ils seront sûrement considérables. Les coûts ne doivent cependant pas servir de prétexte à l'inaction, au risque de perpétuer les carences de l'État et d'éroder la crédibilité de la réglementation financière et, partant, de mettre en péril la santé du secteur financier et de l'économie — au niveau national et mondial. ■

Panayotis Gavras est codirecteur du Département Politique et stratégie de la Banque de commerce et de développement de la mer Noire.

Bibliographie :

Banque de règlements internationaux, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (BRI), 2009, "Stocktaking on the Use of Credit ratings," Joint Forum Working Group on Risk Assessment and Capital (Basel).

Katz, Jonathan, Emanuel Salinas, and Constantinos Stephanou, 2009, "Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions," World Bank Crisis Response Policy Briefs, Note Number 8 (Washington).

Rosenkranz, Robert, 2009 "Let's Write the Rating Agencies Out of Our Law," 2009, *Wall Street Journal*, January 2, p. A15