

**LES AGENCES DE NOTATION DANS LA GOUVERNANCE
FINANCIÈRE INTERNATIONALE : QUELLE RÉGULATION ?**

Présenté au professeur Gilles Breton

Par

Sébastien LABRECQUE

Numéro d'étudiant : 6981554

Mémoire

API-6999

Université d'Ottawa

École supérieure d'affaires publiques et internationales

20 juin 2014

LES AGENCES DE NOTATION DANS LA GOUVERNANCE FINANCIÈRE INTERNATIONALE : QUELLE RÉGULATION ?

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Sommaire.....	1
Introduction.....	2
1. Comment trois agences sont devenues incontournables?.....	7
1.1. 1931 et 1936 : apparition des notations dans des lois américaines.....	7
1.2. 1975 : création du statut NRSRO.....	8
1.2.1. L'industrie de la notation, un monopole naturel?.....	9
1.3. 2006 : <i>Credit Rating Agency Reform Act</i>	10
1.4. Diffusion de l'influence des grandes agences au-delà des États-Unis.....	12
2. Pourquoi parler de gouvernance des agences de notation?.....	15
2.1. Critiques adressées à l'industrie de la notation financière.....	15
2.2. Rôle dans la privatisation de la gouvernance économique.....	18
3. Les agences de notation au cœur de documents internationaux.....	20
3.1. Accord de Bâle II.....	20
3.1.1. Réforme de Bâle II suite à la crise de 2008.....	22
3.2. Code de conduite de l'IOSCO.....	23

4. Réformes proposées.....	27
4.1. Approche du bien public.....	27
4.1.1. Modèle de la <i>Credit Research Initiative</i>	27
4.1.2. Instaurer une agence de notation publique nationale.....	29
4.1.3. Créer une agence de notation publique internationale.....	30
4.1.3.1. Gouvernance d'une agence de notation internationale.....	32
4.2. Approche de marché.....	33
4.2.1. Gouvernance d'une approche de marché.....	37
4.3. Approche réglementaire.....	37
4.3.1. Conserver le recours aux notations dans les cadres réglementaires.....	38
4.3.2. Évacuer les notations des cadres réglementaires.....	40
Conclusion.....	45
Annexe I.....	47
Bibliographie.....	48

LES AGENCES DE NOTATION DANS LA GOUVERNANCE FINANCIÈRE INTERNATIONALE : QUELLE RÉGULATION ?

SOMMAIRE

La poursuite déposée en février 2013 par le département de la Justice des États-Unis contre l'agence de notation Standard and Poor's soulève l'enjeu de la place et de l'influence des agences de notation dans la gouvernance de la finance et de la régulation de l'industrie de la notation financière. Sans véritablement être soumises à des réglementations encadrant leur fonctionnement et leurs activités, ces agences ont été intégrées à la gouvernance publique de la finance tant au niveau national (par le truchement de lois adoptées aux États-Unis dès les années 1930) qu'au niveau international (avec l'accord de Bâle II en 2007). Sans être légalement contraignant, le seul document international portant sur les activités des agences de notation est un code de conduite élaboré par la International Organization of Securities Commissions en 2004. Face aux nombreuses critiques adressées à l'industrie de la notation, de nombreuses propositions de réformes ont été avancées dans la littérature. Celles-ci peuvent être regroupées sous trois grandes catégories, à savoir l'approche du bien public, l'approche de marché et l'approche réglementaire.

Le département de la Justice des États-Unis a déposé le 4 février 2013 une poursuite contre l'agence de notation financière Standard and Poor's. L'agence 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 d'avoir ainsi envoyé aux marchés de mauvais signaux qui ont ultimement contribué au déclenchement de la crise financière de 2008 aux États-Unis (Eaglesham, Neumann et Perez 2013).

Derrière cette poursuite se trouve l'enjeu plus global 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 privés comme les banques, les compagnies d'assurance et les agences de notation par différentes législations. L'encadrement et l'application des lois visant ces différents acteurs sont toutefois généralement délégués à des organismes parapublics (comme, par exemple, la *Ontario Securities Commission* en Ontario et l'*Autorité des marchés financiers* au Québec) qui peuvent sanctionner certains manquements. Enfin, les banques centrales ont aussi un rôle en influençant les activités des banques à charte (et, ultimement, de l'ensemble des acteurs financiers) 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 de finance et permettent aux États de se concerter sur les mesures à adopter. La décision d'appliquer ou non ces mesures appartient toutefois ultimement aux gouvernements nationaux.

S'ajoute à ces institutions la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) qui regroupe les organismes d'encadrement des marchés (comme la *Ontario Securities Commission* et l'*Autorité des marchés financiers*) de nombreux pays et quelques banques centrales. La mission de cette organisation est d'encourager l'élaboration et l'application de standards en matière de régulation de la 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) est composée quant à elle d'environ 60 banques centrales et vise à promouvoir la coopération entre celles-ci 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 à charte doivent respecter. Le secteur des assurances a également son organisme de gouvernance globale publique. En effet, la *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) regroupe des organismes de réglementation d'environ 140 pays et a pour mandat de «promote effective and globally consistent supervision of the insurance industry» (International Association of Insurance Supervisors 2014).

Enfin, soulignons un dernier acteur qui est désormais à l'avant-plan de la gouvernance publique globale de la finance : le *Financial Stability Board* (FSB). Succédant au *Financial Stability Forum*, le FSB a été créé par les chefs d'État du G20 en 2009¹. Cette organisation a un caractère englobant marqué puisqu'elle regroupe des régulateurs nationaux² 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, l'IOSCO et l'IAIS. 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).

¹ Il fallut toutefois attendre 2012 pour que la charte constitutive de l'organisation soit officiellement approuvée par les dirigeants du G20.

² Un pays peut être représenté au FSB par plus d'une institution. Par exemple, dans le cas du Canada, la banque centrale, le Bureau du surintendant des institutions financières et le ministère fédéral des Finances sont tous les trois membres du FSB.

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 notation³. À travers l'attribution de notes de crédit aux banques 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 notes envoient aux marchés. Par exemple, un gouvernement ou une banque qui obtient une mauvaise note de la part d'une agence 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 ne soient envoyés aux marchés et, ultimement, que cela engendre des conséquences négatives sur l'économie. Avec les procédures judiciaires entamées par le département américain de la Justice contre Standard and Poor's et l'émergence d'un débat (dans la littérature, mais aussi au sein des gouvernements et de certaines organisations internationales) suite à la crise de 2008 sur le rôle et l'influence des agences de notation dans la finance, il semble pertinent plus que jamais de faire le point sur l'enjeu de la régulation de l'industrie de la notation financière et d'analyser où en est la gouvernance nationale et internationale des agences de notation à l'heure actuelle. C'est le projet de ce travail de recherche. Pour ce faire, nous expliquerons d'abord comment trois de celles-ci se sont imposées comme des acteurs incontournables dans le secteur de

³ Il est à noter que le *International Accounting Standards Board* constitue une autre manifestation de l'émergence d'une gouvernance globale privée de la finance. Cependant, pour les fins de ce texte, l'analyse portera uniquement sur les agences de notation.

la finance pour ensuite justifier pourquoi il est pertinent de parler de gouvernance des agences de notation. La troisième section présentera pour sa part deux documents internationaux dans lesquels les agences de notation occupent une place centrale, à savoir l'accord de Bâle II élaboré par la BIS et le code de conduite proposé par l'IOSCO. Enfin, les trois principales pistes de réformes proposées dans la littérature, à savoir l'approche du bien public, l'approche de marché et l'approche réglementaire, seront analysées.

CHAPITRE 1

COMMENT TROIS AGENCES DE NOTATION SONT DEVENUES INCONTOURNABLES?

En 2008, les agences de notation financière américaines Moody's, Standard and Poor's et Fitch⁴ 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). C'est en raison de cette domination quasi-totale du secteur de la notation que ces trois agences sont souvent surnommées le *Big Three*.

Cette chapitre présente quelques événements marquants qui ont contribué à consolider la position dominante de Moody's, Standard and Poor's et Fitch et illustre comment ces dernières ont vu leur influence se diffuser bien au-delà des États-Unis.

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

Le premier événement d'importance ayant contribué à faire des agences de notation des acteurs incontournables dans le secteur de la finance survient aux États-Unis en 1931

⁴ Bien que généralement considérée comme américaine dans la littérature, l'agence Fitch est conjointement détenue par la société de portefeuille française Fimalac et la compagnie américaine Hearst (chaque firme possède 50% des parts) (Ouroussoff 2013, 10).

lorsque le *Office of the Comptroller of the Currency* met en place 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 d'importance 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 ⁵ et Fitch (White 2009, 390-391). Des dispositions prévues par les 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). Il est à noter que les notations des agences allaient être intégrées à d'autres réglementations aux États-Unis par la suite (voir ANNEXE I pour des exemples de lois américaines utilisant les notations).

1.2. 1975 : création du statut NRSRO

En 1975, une décision majeure de la *Security and Exchange Commission* (S.E.C.) aux États-Unis ouvre encore davantage la porte à une domination quasi-complète du secteur de la notation financière par Moody's, Standard and Poor's et Fitch. Souhaitant imposer des conditions minimales en matière de capitaux aux firmes de courtiers financiers, la S.E.C. décide d'aller au-delà de l'idée de manuels de notation reconnus et crée le statut de «nationally recognized statistical rating organization [NRSRO]» (White 2009, 391).

⁵ Poor's et Standard Statistics étaient deux agences de notation distinctes avant leur fusion en 1941.

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 S.E.C. avait 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 et des fusions (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 avance que le phénomène de fusion-acquisition des petites NRSRO par les trois géants observé entre 1975 et 2000 démontre 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).

Qui plus est, il existe plusieurs barrières à l'entrée dans l'industrie de la notation financière nuisant à l'émergence de nouveaux joueurs et qui, par conséquence, contribuent à perpétuer la dominance du *Big Three*. Les principales barrières identifiées par IOSCO sont les suivantes: «high start-up costs and the difficulty in changing investor preference for ratings determined by the large established CRAs. [...] This embedded use of ratings in laws and regulations could [also] be a possible factor contributing to lower competition among CRAs» (International Organization of Securities Commissions 2013).

Néanmoins, Partnoy souligne que des lois sur la concurrence (*antitrust regulations*) pourraient contribuer à freiner la tendance à la concentration dans le secteur de la notation financière (Partnoy 2006, 90). Au niveau systémique, le directeur du film *Inside Job*, Charles H. Ferguson remarque 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). 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 S.E.C. 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). Cependant, certains estiment que le CRARA n'a pas augmenté la capacité de la S.E.C. à superviser les activités de l'industrie de la notation financière de manière significative (Darbellay et Partnoy 2012, 280). Selon Jacob S. Hacker de l'Université Yale et Paul Pierson de

l'Université de Californie à Berkeley, cela s'expliquerait notamment par les activités de lobbying effectuées par les représentants des agences de notation pendant le processus législatif et le fait que ceux-ci bénéficiaient du support du sénateur démocrate de l'État de New York Charles Schumer⁶ (Hacker et Pierson 2010, 228).

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-Unis⁷ (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. En effet, des données présentées dans un rapport de la *Securities and Exchange Commission* paru en 2013 illustrent bien que la domination de ces trois grandes agences continue à se perpétuer malgré l'attribution de davantage de licences NRSRO :

S&P [Standard and Poor's] and Moody's continue to be the two NRSROs with the highest number of ratings reported to be outstanding as of December 31, 2012, accounting for about 45.6% and 36.9%, respectively, of all outstanding ratings. Fitch reported having the third highest number of outstanding ratings, accounting for about 14.0% of all outstanding ratings. In total,

⁶ Charles Schumer est considéré par plusieurs comme celui ayant réussi à obtenir la contribution financière de Wall Street pour le financement du parti Démocrate. Schumer agit évidemment pour maintenir l'appui de Wall Street: «He was the one who made sure that his party -the one most likely to push for serious oversight of Wall Street- remained as friendly as possible to the interests of the captains of finance» (Hacker et Pierson 2010, 228).

⁷ Fait intéressant à noter, trois de ces dix agences de notation appartiennent à des compagnies-mères qui sont basées à l'extérieur des États-Unis. Ces trois agences sont DBRS, Inc. (la société-mère, DBRS, est située au Canada), HR Ratings de México, S.A. de C.V. (Mexique) et Japan Credit Rating Agency, Ltd. (Japon) (U.S. Securities and Exchange Commission 2013, 6).

these three NRSROs issued about 96.5% of all the ratings that were reported to be outstanding as of December 31, 2012⁸. [...]

As of December 31, 2012, Moody's, S&P and Fitch were the top three issuers of ratings in every rating category [financial institutions, corporate issuers, asset-backed securities and government securities] except for insurance ratings, in which A.M. Best specializes. In that category, A.M. Best issued about 23.2% of the ratings outstanding—second to S&P, which issued about 38.2% of the outstanding ratings, and exceeding Fitch and Moody's, which issued about, 19.0% and 18.3%, respectively, of such ratings. (U.S. Securities and Exchange Commission 2013, 8-9).

Ces statistiques semblent renforcer l'argument de Frank Partnoy quant à l'existence de pressions de type monopole naturel dans l'industrie de la notation, et ce, même si le nombre d'agences détenant le statut NRSRO augmente.

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

⁸ Il est à noter que la S.E.C. identifie dans son rapport un certain nombre de limites liées au fait d'évaluer l'état de la compétition dans le secteur de la notation financière en fonction des notes attribuées qualifiées de «outstanding» (voir U.S. Securities and Exchange Commission 2013, 12). Cette méthode donne néanmoins un aperçu pertinent de la concentration dans ce secteur.

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 Standard and Poor's, Moody's et Fitch 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).

Enfin, soulignons que la présence de filiales du *Big Three* à l'étranger⁹ reflète le rayonnement international de ces trois agences en même temps de contribuer à étendre

⁹ Moody's Corporation (inclut deux branches : notation et analyse économique et de risque) possède des bureaux dans 31 pays tandis que Standard and Poor's opère dans 25 pays (Moody's Investors Service 2014; Standard & Poor's Financial Services LLC 2014). Pour sa part, Fitch Group (regroupe quatre entités :

leur influence à l'extérieur des États-Unis. Qui plus est, en plus d'avoir des bureaux à l'international, Moody's, Standard and Poor's et Fitch achètent parfois des parts dans des firmes de notation étrangères et/ou concluent des partenariats de coopération avec celles-ci¹⁰. Cela permet évidemment de diffuser les façons de faire du *Big Three* (notamment quant aux méthodes et aux systèmes de notation utilisés).

Fitch Ratings, Fitch Solutions, Fitch Learning et Business Monitor International) est actif dans un peu plus de 30 pays (Fitch Ratings 2014).

¹⁰ C'est notamment la stratégie qu'ont utilisée les trois grandes agences occidentales afin d'indirectement percer le marché chinois, et ce, malgré le fait que la Banque populaire de Chine interdit aux agences de notation étrangères de noter des compagnies et des bons émis uniquement en Chine (Kennedy 2008, 72). Ainsi, Moody's a eu un accord de coopération avec Dagong Global Credit Rating entre 1999 et 2002 tandis que Standard and Poor's a un accord similaire avec Shanghai Brilliance Credit Rating and Investors Service depuis 2008. Fitch était pour sa part impliqué dans une coentreprise avec China Chengxin Credit Management entre 1999 et 2003 (Poon and Chan 2008, 791-792; Shanghai Brilliance Credit Rating and Investors Service Co., Ltd. 2014) avant que cette agence de notation chinoise ne soit rachetée à 49% par Moody's en 2006 (Poon and Chan 2008, 792).

CHAPITRE 2

POURQUOI PARLER DE GOUVERNANCE DES AGENCES DE NOTATION?

Au-delà de la crise de 2008 et de la poursuite du gouvernement des États-Unis contre Standard and Poor's, il importe de se pencher sur la gouvernance des agences de notation en raison des nombreuses critiques dont elles font l'objet et du rôle central de ces acteurs dans la privatisation de la gouvernance économique

2.1. Critiques adressées à l'industrie de la notation financière

Débutons tout d'abord en présentant brièvement les cinq critiques «traditionnelles» adressées aux agences telles qu'identifiées par Norbert Gaillard¹¹. La concentration oligopolistique du secteur de la notation financière (représentée par la domination du *Big Three*) 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. Cela peut évidemment déclencher des réactions (comme la vente de titres et la modification de taux d'intérêt) brusques sur les marchés qui contribuent souvent à empirer les choses.

¹¹ Évidemment, les critiques identifiées par Norbert Gaillard sont également soulevées par d'autres auteurs (voir Portes 2008; Blinder 2013)

La critique la plus commune soulevé par Gaillard est toutefois celle du mode de rémunération actuel 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 soulève évidemment les questions de l'objectivité des agences dans leurs processus de notation et de la possibilité pour les clients de «magasiner» les notations financières (*ratings shopping*) en demandant des évaluations à plusieurs agences. Il n'existe cependant pas de consensus dans la littérature quant à l'impact réel du *ratings shopping* sur les notes de crédit que donnent les agences (voir Becker et Milbourn 2009, 8-9). Cependant, de manière plus globale, il est généralement admis que la féroce compétition qui sévit dans l'industrie de la notation financière (particulièrement entre les agences du *Big Three*) a pour effet d'entraîner une inflation des notes. La logique au cœur de cette dynamique est évidemment toujours la même : attribuer des notes favorables (c'est-à-dire le plus proche possible de la note maximale AAA) est susceptible d'attirer plus de clients et de gagner des parts de marché (Becker et Milbourn 2009; Darbellay et Partnoy 2012, 311; Blinder 2013, 452).

Il est à noter que, malgré les critiques adressées au modèle de revenus de l'émetteur-payeur, le *Dodd-Frank Act* adopté en 2010 par le Congrès des États-Unis n'a pas directement légiféré dans ce dossier pour éliminer les conflits d'intérêts potentiels découlant de ce mode de rémunération. Le Congrès a toutefois néanmoins chargé le *Government Accountability Office* (GAO) de produire une étude pour identifier des modèles de revenus alternatifs pour les agences de notation ayant le statut NRSRO (Darbellay et Partnoy 2012, 315). Le GAO a déposé un rapport qui identifiait sept

modèles alternatifs en janvier 2012. Il est à noter que certains auteurs du document sont très sceptiques que leurs résultats mèneront à quoique ce soit de concret en termes de politiques publiques: «According to some of the authors of these models, there is little incentive to continue developing these models, as the issue of alternative compensation models for NRSROs and their possible implementation appears unlikely to receive much, if any, attention from regulators or legislators» (United States Government Accountability Office 2012, 7).

Le fait que les agences n'aient pas à répondre légalement de la fiabilité réelle de leurs notations est également fortement décrié. Historiquement, ces dernières ont toujours invoqué le premier amendement de la constitution des États-Unis en affirmant que les notes attribuées ne sont que des opinions et qu'elles ne peuvent par conséquent pas être poursuivies si elles ont tort. Le *Dodd-Frank Act* devrait toutefois limiter la possibilité d'invoquer cet argument en lien avec le premier amendement dans le futur. En effet, le *Dodd-Frank Act* introduit la responsabilité civile pour les agences de notation en cas de tort à autrui en modifiant deux réglementations financières datant des années 1930 (Darbellay et Partnoy 2012, 316). Il sera donc excessivement intéressant de voir comment la Justice américaine interprétera et appliquera cette nouvelle disposition légale dans la cause opposant les États-Unis à Standard and Poor's. Il va sans dire que la décision de la Cour aura des conséquences majeures au niveau, certes, de la jurisprudence mais aussi en termes de politiques publiques (si, par exemple, la Cour ne reconnaît pas une responsabilité civile à Standard and Poor's).

Une dernière critique très importante est le fait que les agences de notation agissent également parfois à titre de consultants pour des acteurs développant des produits financiers (ou souhaitant les modifier après avoir été évalués pour une première fois pour obtenir une meilleure note lors d'une deuxième évaluation) (Portes 2008, 146; Sinclair 2010; Darbellay et Partnoy 2012, 312; Blinder 2013, 80). Les agences se trouvent alors plus ou moins directement impliquées dans l'élaboration de titres financiers qu'elles auront éventuellement à évaluer en attribuant une note. Timothy J. Sinclair souligne que cela constitue un enjeu majeur puisqu'il y a conflit entre les rôles : les agences se trouvent à être à la fois juges (en donnant une note à ces titres) et conseillers (en contribuant à l'élaboration de ces produits financiers) (Sinclair 2010).

2.2. 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 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 [par crainte de voir leur compagnie être décotée si elle n'obtempère pas]» (Ouroussoff 2013, 11). L'auteure souligne que cela

peut fortement influencer les priorités stratégiques d'une entreprise (ainsi que la mise en oeuvre de celles-ci) 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). Cela illustre parfaitement qu'une gouvernance globale privée de la finance se développe et que l'un des principaux chefs de file de celle-ci est l'industrie de la notation.

CHAPITRE 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 est totalement assurée par les États (aux niveaux individuel ou régional comme dans le cas de l'Union européenne). Évidemment, cela ne signifie pas pour autant que personne ne porte attention aux agences de notations financières au niveau international, bien au contraire.

Ce chapitre présente deux documents internationaux d'importance au cœur desquels se retrouvent les agences de notation. Ces documents sont l'accord de Bâle II et le code de conduite pour l'industrie de la notation financière (non contraignant) élaboré par la *International Organization of Securities Commissions*.

3.1. Accord de Bâle II

Les accords de Bâle élaborés dans le cadre de la *Bank for International Settlements* visent principalement à établir les coefficients de réserve minimum que les banques doivent respecter (des mesures visant d'autres aspects de l'industrie bancaire ont été intégrées dans Bâle III). Remplaçant l'accord de Bâle I (élaboré en 1988) qui négligeait trop les risques de crédits de certains actifs, l'accord de Bâle II a été développé en 2004-2005 pour finalement entrer 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 toutefois 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 associés à des produits financiers en utilisant des évaluations de crédit provenant de sources externes (Basel Committee on Banking Supervision 2005, 15). Il va sans dire que les agences de notation financière constituent les sources externes par excellence (particulièrement celles du *Big Three*). 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 titres 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 III¹². Dans sa version initiale de 2010, l'accord portait presque uniquement sur l'augmentation des niveaux de réserves minimums en capital pour les banques et sur les questions de liquidité globale¹³ (Gavras 2010, 486; Basel Committee on Banking Supervision 2014, 2).

Le recours aux systèmes de notes de crédit des agences de notation n'était initialement aucunement 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*

¹² En date d'avril 2014, 20 des 28 États participants avaient pleinement intégré les dispositions en matière de capital requis en fonction du risque (*risk-based capital*) prévues par l'accord de Bâle III en droit national (dont le Canada) (Basel Committee on Banking Supervision 2014, 4-20).

¹³ D'autres exigences et mesures portant sur les banques d'importance systémique mondiale et sur les ratios de levier financier (ratio actif-fonds propres) allaient se greffer au texte de Bâle III par la suite (Basel Committee on Banking Supervision 2014, 2).

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. Pour ce faire, l'une des principales mesures proposées est de placer le recours à des notations internes au sommet de la hiérarchie des approches autorisées pour évaluer l'exposition à la titrisation (réalisées par les banques elles-mêmes). Dans le cas où une banque ne serait pas en mesure de procéder à des évaluations de qualité à l'interne (par exemple, par manque d'expertise, de ressources humaines et/ou budgétaires), l'utilisation de notations externes pourrait être permise moyennant certaines conditions¹⁴ (Financial Stability Board 2013, 1; 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. L'année suivante, l'IOSCO a officiellement publié un code de conduite pour les agences détaillant davantage comment respecter ces quatre grands principes (International Organization of Securities Commissions 2013)¹⁵.

¹⁴ Cette deuxième approche pourrait toutefois ne pas être disponible dans tous les pays puisque l'utilisation d'évaluations provenant d'agences de notation (la source externe traditionnelle) est désormais interdite en droit national dans certains États (ou le sera éventuellement). Dans l'éventualité où une banque n'aurait pas accès à des notations internes et externes, le recours à une approche standardisée (telle que définie par le *Basel Committee on Banking Supervision*) serait autorisé (Basel Committee on Banking Supervision 2013, 5).

¹⁵ L'IOSCO est d'ailleurs en train de réviser et d'améliorer ce code de conduite à l'heure actuelle. D'après l'échéancier initial, l'organisation espère publier une version finale de ce document révisé à l'été 2014 (International Organization of Securities Commissions 2013).

Regardons maintenant brièvement ces quatre grands principes développés par l'IOSCO. Le premier est l'intégrité et la qualité des processus de notation. Il s'agit ici d'assurer la qualité de l'analyse des données menant à l'attribution de notations et de même potentiellement autoriser les autorités compétentes à retirer les enregistrements à des 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 vise pour sa part la transparence et l'opportunité de divulguer les notations. Pour ce faire, les agences devraient être obligées de dévoiler leur méthodologie et la performance (sur le plan 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 confidentielles les informations recueillies 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 qui sera présentée un peu plus loin dans ce texte.

Bien que non-contraignant à la base, les implications du code de conduite de l'IOSCO sont majeures puisqu'il s'agissait du premier document international qui détaillait ce que devraient être les obligations des agences de notation. Celles-ci ont d'ailleurs bien répondu à ce code de conduite en annonçant en 2004 qu'elles s'engageaient à respecter les grands principes qui y sont mentionnés¹⁶ (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 des changements de conditions, et ce, peu importe les principes appliqués. À ce propos, il est somme toute assez révélateur que 90% des titres *subprimes* qui avaient été notés AAA en 2006-2007 étaient notés «junk» en 2009 (Ferguson 2013, 107) et que les agences du *Big Three*, dans la période ayant précédé la crise de 2008, «gave high ratings to eleven large financial institutions that later faltered or failed. They rated AIG in the double-A category [AIG allait éventuellement faire l'objet d'un *bailout* et être placé sous la tutelle du gouvernement américain]. Lehman Brothers retained its investment-grade rating until a few days prior to collapsing» (Darbellay et Partnoy 2012, 275).

¹⁶ Concrètement, cela s'est traduit par le fait que les codes de conduite de Standard and Poor's, Moody's et Fitch ont intégré (ou, au minimum, se sont inspirés) des principes proposés par l'IOSCO (voir Moody's Investors Service 2013; Standard & Poor's Ratings Services 2013; Fitch Ratings 2013).

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 dans la *Declaration on Strengthening the Financial System* en 2009, plusieurs gouvernements ont intégré en droit national (et ont ainsi donné un caractère contraignant) certains des éléments proposés par le code de conduite de la *International Organization of Securities Commissions* (Gaillard 2010, 100-101; International Organization of Securities Commissions 2013). En effet, l'IOSCO constate dans un rapport de février 2011 que l'Australie, les États-Unis, le Japon, le Mexique et l'Union européenne¹⁷ ont tous mis en place des mesures réglementaires promouvant les grands principes que l'organisation a proposés (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2011; 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.

¹⁷ Selon une lettre de l'IOSCO adressée aux ministres des Finances et aux gouverneurs de banques centrales du G20 datant d'avril 2013 : «Since that report [datant de 2011], several other IOSCO member jurisdictions [Argentine, Brésil, Canada, Chili, Corée du Sud, Hong Kong, Taiwan et Turquie] have implemented CRA registration and oversight programs in line with the IOSCO CRA Principles» (International Organization of Securities Commissions 2013).

CHAPITRE 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, à savoir l'approche du bien public, l'approche de marché et l'approche réglementaire. Ce chapitre analyse ces approches et se penche sur comment ces dernières pourraient être mises en œuvre.

4.1. Approche du bien public

Dans un contexte où les notes de crédit fournies par les agences de notation sont très utilisées par les différents acteurs du secteur financier et mêmes intégrées dans certains cadres réglementaires nationaux et internationaux, 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 méthodes sont proposées pour faire des notations des biens publics.

4.1.1. Modèle de la *Credit Research Initiative*

Jin-Chuan Duan et Elisabeth Van Laere de l'Université nationale de Singapour présentent un modèle suivant une logique de bien public en se basant sur l'exemple de la *Credit*

Research Initiative de la *Risk Management Institute at the National University of Singapore*. Développée en 2009, cette initiative opte pour une approche de type «Wikipedia» en développant une méthodologie de pointe 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 occidentales et faire compétition à celles-ci de manière à ce que cette industrie ait à se réformer et à améliorer la qualité de leurs 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 fort 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 Standard and Poor's, Moody's et Fitch pourraient se sentir menacés par une initiative relativement marginale 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 avancée par certains auteurs 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 toutes fins pratiques, 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 permettre d'éviter qu'un État ait à se noter lui-même. En effet, une agence de notation publique internationale serait apatride et donc techniquement au-dessus des considérations politiques nationales (on peut toutefois se demander si une telle agence ne ferait pas l'objet de critiques, voire même de représailles

-notamment au niveau de son financement-, de la part des gouvernements qui se verraient octroyer des notations faibles).

Il existerait deux principales façons de définir le mandat de cette agence publique internationale. La version la plus ambitieuse serait de lui confier le mandat d'évaluer l'ensemble des titres transigés sur les marchés financiers. La mise en place d'une telle institution 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 façon d'établir le mandat d'une telle institution nécessiterait la mise en place d'agences de notation publiques au niveau des États et confierait à une agence internationale le mandat d'agrèger les données et les notes attribuées par ces entités nationales. Cette approche pourrait s'avérer tout aussi complexe à mettre en œuvre que la première puisqu'elle nécessiterait que l'ensemble des agences nationales respectent un certain nombre de standards au niveau de leurs méthodes de notation pour que l'agrégation fonctionne et soit de qualité. Le danger de *freeriding* (passagers clandestins) serait également 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 notations attribuées -cela pourrait évidemment fausser l'agrégation effectuée au niveau global-) puisque, les notations de l'agence internationale étant un bien public, ce pays aurait malgré tout accès

aux notes de crédit attribuées. Il est à noter que le problème du *freeriding* pourrait également se manifester au niveau du financement d'une agence de notation internationale, et ce, peu importe comment son mandat serait défini : certains gouvernements pourraient ne pas payer (ou retarder) leurs contributions au budget de l'organisme (comme c'est d'ailleurs déjà le cas au sein de plusieurs organisations internationales). La solution au problème du *freeriding* serait d'aller contre l'esprit même de la notion de bien public, à savoir de ne pas divulguer les notations de l'agence internationale aux pays qui agiraient comme des passagers clandestins et d'interdire aux autres États membres de les rendre publiques (pour pas qu'il y ait de fuite et que les passagers clandestins puissent avoir accès aux notes malgré tout).

4.1.3.1. Gouvernance d'une agence de notation internationale

Enfin, l'idée d'établir une agence de notation internationale soulève également la question de la gouvernance de celle-ci. Il est généralement admis qu'une telle agence devrait être créée au sein d'une organisation internationale déjà existante. Il n'existe toutefois pas de consensus quant à quelle organisation serait la meilleure candidate pour ce rôle d'«hôte». Susan Schroeder de l'Université de Sydney propose que ladite agence soit créée au sein du Département des affaires économiques et sociales des Nations Unies en raison notamment de l'expertise de l'organisme dans la «international community engagement, construction of international policy, and dissemination of research» (Schroeder 2013, 348). Il est à noter que la création d'une agence de notation internationale au sein de la *Bank for International Settlements* pourrait évidemment bien

s'agencer aux accords de Bâle (les notations de l'agence pouvant être utilisées pour déterminer les niveaux de fonds propres exigés). Cependant, à l'instar de la *International Organization of Securities Commissions*, la BIS est confrontée à la difficulté que ses membres sont avant tout des régulateurs et n'ont pas nécessairement l'expertise et les ressources nécessaires pour élaborer et gérer une agence de notation internationale. Enfin, le *Financial Stability Board* constitue une autre organisation sous laquelle une telle agence pourrait potentiellement être développée. L'expertise des différents membres du FSB pourrait sans doute être mise à contribution dans le cadre d'une telle initiative. Cependant, le budget et les ressources du FSB auraient besoin d'être considérablement augmentés pour rendre le projet possible.

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 requis pour un actif financier selon le rendement de celui-ci sur les marchés (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). La logique serait 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 évidemment très répandue en

économique, 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 approche de marché pourrait être complétée par des niveaux minimum et maximum de fonds propres (pour permettre une liquidité sur les marchés et, surtout, éviter une trappe de liquidité¹⁸) 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 façon de faire. Frank Partnoy affirme pour sa part qu'une mesure basée sur le marché se devrait d'inclure 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 (Partnoy 2006, 91; Rosenkranz 2009; Gavras 2012, 37).

Le principal avantage de cette 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). Cette facilité

¹⁸ Le phénomène de trappe de liquidité a été observé suite à la crise de 2008. En effet, les banques ont accumulé dans leurs coffres des quantités très importantes de liquidités pendant cette période plutôt que de prêter cet argent et ainsi faciliter l'accès au crédit (et, ultimement, stimuler la consommation). Évidemment, cette trappe de liquidité a considérablement nui à l'efficacité des mesures de politique monétaire qui visaient à relancer l'économie.

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 une des critiques de l'industrie de la notation identifiées par Norbert Gaillard, à savoir que les agences ont tendance à trop réagir (en ajustant brusquement les notes de crédit) lorsque des crises sont confirmées.

Les risques de manipulation pourraient toutefois guetter cette approche basée sur les comportements du marché. Gavras estime en effet 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 la suivante : 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 demander l'expertise des agences de notation s'ils ont opté au préalable pour une approche de marché excluant celles-ci. La proposition de Partnoy d'inclure leurs notations dans les données collectées sur le marché pourrait alors s'avérer plus appropriée. Les notations des agences pourraient, par exemple, servir de *benchmark* pour vérifier s'il y a manipulation ou non.

En ce sens, Patricia Langohr de l'ESSEC *Business School* en France avançait lors d'une audience portant sur les agences de notation et la compétition organisée par l'OCDE en

juin 2010 qu'il faut concevoir l'approche de marché et les notations traditionnelles émises par les agences comme complémentaires (et en aucun cas substituables) par le fait qu'elles ne sont pas nécessairement basées sur les mêmes données. En effet, les agences ont accès dans le cadre de leurs processus d'évaluation à des informations internes (comme la volonté de payer, la stratégie de l'entreprise –ou parfois d'un gouvernement dans le cadre d'une notation sollicitée- et les risques auxquels celle-ci fait ou pourrait faire face) sur les entités qu'elles notent qui demeurent généralement privées et qui donc n'influencent pas les rendements sur les marchés (du moins, pas dans le court terme). (Secrétariat de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques 2010, 35). Cette idée de percevoir les agences de notation comme «mieux informées» que le marché (de par leurs accès à des informations internes) est toutefois remise en doute par des événements comme la crise asiatique de 1997-1998, l'effondrement d'Enron et la crise financière de 2008. Dans les trois cas, les agences de notation, à l'instar du marché, n'avaient aucunement vu venir ces catastrophes.

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).

4.2.1. Gouvernance d'une approche de marché

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. Il est à noter que cette collaboration au niveau international serait évidemment réalisée dans le cadre de la *Bank for International Settlements*.

4.3. Approche réglementaire

La troisième piste de réforme proposée dans la littérature est celle de l'approche réglementaire. Cette perspective plus traditionnelle consiste à mettre en place des lois et des règlements pour faire face à l'émergence d'une gouvernance privée de la finance et du rôle central que jouent les agences de notation dans ce phénomène. Deux grandes

écoles de pensée sont observables au sein de l'approche réglementaire. Nous présentons maintenant chacune de celles-ci et les propositions qui en découlent.

4.3.1. Conserver le recours aux notations dans les cadres réglementaires

La première vise à améliorer et à ultimement augmenter l'encadrement des agences de notation, tout en conservant le recours à leurs notes de crédit dans les lois nationales et internationales. Pour ce faire, de nombreuses mesures réglementaires au niveau du fonctionnement des agences (incluant les méthodes de notation), de leur modèle de rémunération, de la qualité et de la performance¹⁹ des notations qu'elles attribuent sont suggérées par les spécialistes de cette question (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

¹⁹ Aux États-Unis, la S.E.C. a pris des mesures en ce sens en obligeant les agences ayant le statut NRSRO à lui rendre disponible l'ensemble des notations pour lesquelles elles ont été payées par les émetteurs. Cependant, seulement dix pourcents de ces notations doivent également être divulguées au grand public (Darbellay et Partnoy 2012, 281).

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 dans la première école de pensée de maintenir le recours aux notations des agences dans les cadres réglementaires nationaux et internationaux, il est proposé de mettre en place un intermédiaire entre les émetteurs de titres et les agences qui notent ces produits financiers. Dans cette logique, 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 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).

D'autres versions relativement similaires de cette façon de faire sont également proposées dans la littérature. Cependant, la forme que prendrait ces

intermédiaires/plateformes centrales varie selon les auteurs. Pour Panayotis Gavras, la responsabilité de choisir quelle agence émettrait une notation pour un client donné serait assurée par des comités d'investisseurs (Gavras 2010, 476). Pour sa part, l'économiste Alan S. Blinder de l'Université Princeton identifie les places boursières et la S.E.C. comme les principaux candidats à ce rôle d'intermédiaire (Blinder 2013, 81). Enfin, mentionnons que le sénateur démocrate de l'État du Minnesota Al Franken avait tenté de faire inclure cette idée de plateforme centrale au *Dodd-Frank Act* par voie d'amendement mais, après avoir passée au Sénat, cette proposition a été battue par la Chambre des représentants (Darbellay et Partnoy 2012, 314-315). Il s'agit d'une proposition assez intéressante qui permettrait à première vue d'effectivement éliminer les conflits d'intérêt liés au mode de rémunération des agences et leur rôle de consultant en limitant les contacts directs entre les agences et les émetteurs. 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 impérativement être appliquée de concert avec d'autres propositions énoncées dans cette section.

4.3.2. Évacuer les notations des cadres réglementaires

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 de notation) dans les lois. Il s'agit de l'approche favorisée par de nombreux gouvernements et organisations internationales à l'heure actuelle. En effet, 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; Financial Stability Board 2013, 2). Cela a culminé en 2012 lorsque le FSB a élaboré une feuille de route accompagnée d'un processus d'évaluation par les pairs pour insister et aider les gouvernements nationaux à remplir les obligations prévues par ce document. Alors que certains États ont tardé (et tardent encore) à mettre en vigueur des mesures en ce sens, les États-Unis et l'Union européenne sont, pour leur part, les deux joueurs qui ont agi le plus rapidement (et le plus en profondeur) pour mettre en application les dispositions prévues par la feuille de route du FSB (Financial Stability Board 2013, 1 ; Financial Stability Board 2014, 2).

Cette dynamique d'évacuer les notations externes des lois est également observable au niveau de la *Bank for International Settlements*. Comme nous l'avons mentionné plus tôt, 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. Cependant, la proposition d'inciter le recours aux notations internes comporte également son lot de difficultés liés notamment au fait que les banques auraient chacune leur propre modèle interne d'évaluation. Cela soulève, dans une certaine mesure, les enjeux de la comparabilité, de la fiabilité et de la transparence des notations réalisées par les institutions ayant recours à des méthodes internes (Financial Stability Board 2014, 2). En ce sens, le FSB affirme dans un rapport que cette approche «should not, in and of itself, be viewed as an alternative to CRA ratings, particularly where modelling quality and/or capability is inadequate. Other approaches to ending mechanistic reliance on CRA ratings should

continue to be explored» (Financial Stability Board 2014, 2). Ces enjeux sont certes pertinents, mais il serait possible de remédier à ceux-ci en définissant et en imposant certains standards et conditions aux banques quant aux méthodes internes à utiliser (potentiellement élaborés au sein d'une organisation internationale pour permettre une plus grande comparabilité). Les modèles d'évaluation élaborés par celles-ci pourraient aussi être soumis à l'évaluation, voire même l'approbation, de tierces parties (publiques et/ou privées). Une banque ne respectant pas les conditions établies pourrait faire l'objet de sanctions (et, dans les cas extrêmes, pourrait se faire révoquer son permis d'opération) de la part des autorités publiques compétentes. Cependant, il faut impérativement garder en tête que faire le virage vers les notations internes et élaborer un cadre réglementaire pour encadrer et surveiller les modèles d'évaluation de crédit demanderait énormément de ressources (et de temps) de la part des banques et des gouvernements.

Dans cette même logique de favoriser l'utilisation d'évaluations internes, soulignons que l'Union européenne a également opté pour une réforme imposant aux investisseurs institutionnels de mener leurs propres vérifications des risques de crédit d'un acteur (ou d'un produit financier) pour ainsi éviter que ceux-ci se basent uniquement et systématiquement sur les notations externes (Rousseau 2012, 19).

L'approche réglementaire est en quelque sorte l'idée la plus traditionnelle et la plus envisagée (car relativement plus simple que les approches du bien public et de marché), puisque les États sont habitués de procéder de la sorte pour s'attaquer à de grands

problèmes globaux (avec un succès somme toute mitigé). Il importe toutefois de souligner qu'évacuer les notations des agences privées des cadres réglementaires nationaux et internationaux ne signifie en aucun cas la mort de ces agences et ne constitue pas une panacée pour régler l'ensemble des problèmes associés à l'industrie de la notation financière. Dieter Kerwer écrit à ce sujet: «CRAs [agences de notation] on the other hand would almost certainly not go out of business. They would only lose the legal support of their monopoly position. But barriers to market entry for new competitors would still be high» (Kerwer 2005, 469). En effet, comme nous l'avons déjà mentionné plus tôt, les investisseurs (et d'autres acteurs financiers privés) pourraient continuer à utiliser les notations des agences (spécialement celles du *Big Three*) pour prendre leurs décisions. Du même coup, cela signifie que les émetteurs de dettes continueraient à avoir besoin d'obtenir des notes de crédit de ces agences pour attirer du capital.

D'autres difficultés peuvent également 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 à deux reprises 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 en Angleterre. 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 vigueur, 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 «sanctions 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 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 les institutions nationales 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 grandes agences de notation ont considérablement gagné en importance sur la scène financière internationale en raison de certaines décisions prises par la S.E.C. 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 ailleurs sur la planète. Les agences faisant l'objet de nombreuses critiques, l'enjeu de la gouvernance de ce secteur est crucial. Les agences de notation 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 de l'industrie de la notation financière 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. Les trois approches 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 semble également essentiel de repenser les liens entre la gouvernance publique et la gouvernance privée de la finance internationale. Ces deux

types de gouvernance ne peuvent tout simplement pas évoluer sans être liés d'une manière ou d'une autre et encore moins se faire mutuellement compétition. Ainsi, il est impératif de se demander comment intégrer de façon optimale l'expertise de certains acteurs privés dans la gouvernance publique. Le cas des agences de notation doit toutefois servir de leçon: si l'on intègre des acteurs privés à la gouvernance publique de la finance, alors il est nécessaire que des conditions et des obligations soient imposées d'entrée de jeu à ceux-ci. Cela n'a pas été fait avec les agences de notation au niveau national (pensons aux lois américaines intégrant les notations dès les années 1930) ni au niveau international (dans le cadre de l'accord de Bâle II).

Comme nous l'avons mentionné, les deux principales réponses des régulateurs nationaux et internationaux suite à la crise de 2008 ont été de renforcer l'encadrement légal de l'industrie de la notation et d'éliminer le plus possible le recours aux notes des agences dans les cadres réglementaires. Le fait que ces deux types de mesures aient été adoptés en vase clos illustre qu'établir des liens entre les acteurs de la gouvernance publique et ceux de la gouvernance privée de la finance internationale demeure loin d'être inné pour les gouvernements et les organisations internationales. En effet, les mesures visant à augmenter la réglementation de ce secteur auraient pu être développées dans l'optique de rendre les agences et leurs notations plus aptes à être intégrées et utilisées dans la gouvernance publique de finance. Cela n'a toutefois pas été fait et, non seulement les régulateurs se privent-ils ainsi de l'expertise des agences, ceux-ci doivent maintenant trouver des alternatives pour remplacer les notations qui étaient auparavant utilisées dans certaines lois.

ANNEXE I

Tableau 2. Exemples d'utilisation des notations dans la réglementation américaine

Année	Réglementation fondée sur les notations	Notation minimum	Combien	Autorité/réglementation	Utilisation
1936	Interdire aux banques l'achat de titres spéculatifs	BBB	Non précisé	Déclarations conjointes de l'OCC, de la FDIC et de la Réserve fédérale	Réglementation prudentielle
1982	Alléger les obligations déclaratives pour les obligations à statut d'investissement	BBB	1	Adoption par la SEC d'un système intégré de déclaration	Facilitation de l'accès au marché
1984	Faciliter les émissions de titres adossés à des créances hypothécaires d'entités non gouvernementales	AA	1	Promulgation par le Congrès de la loi de 1984 relative à la promotion du marché secondaire des créances hypothécaires	Facilitation de l'accès au marché
1989	Permettre aux fonds de pension d'investir dans les titres de qualité adossés à des actifs	A	1	Département du Travail Assouplissement des restrictions ERISA	Protection des investisseurs
1991	Limiter la détention par les fonds monétaires de titres mal notés	A1*	1	Amendement du règlement 2a-7 de la SEC sous l'empire de la loi de 1940 sur les sociétés d'investissement	Protection des investisseurs
1994	Imposer aux banques et caisses d'épargne des obligations de fonds propres réglementaires variables sur les différentes tranches des titres adossés à des actifs	AAA et BBB	1	Réserve fédérale, OCC, FDIC, OTS Proposition de règle sur les substituts directs et en recours	Obligations de fonds propres réglementaires

Source : Secrétariat de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (2010, 24)

BIBLIOGRAPHIE

- Bank for International Settlements. 2013. «About BIS.» Page consultée le 10 mars.
<http://www.bis.org/about/index.htm>.
- Basel Committee on Banking Supervision. 2005. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards : a Revised Framework*. Bâle: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs118.pdf>.
- Basel Committee on Banking Supervision. 2013. *Consultative Document: Revisions to the securitisation framework*. Bâle: Bank for International Settlements.
<http://www.bis.org/publ/bcbs269.pdf>.
- Basel Committee on Banking Supervision. 2014. *Progress report on implementation of the Basel regulatory framework*. Bâle: Bank for International Settlements.
<http://www.bis.org/publ/bcbs281.pdf>.
- Becker, Bo et Todd Milbourn. 2009. «How did increased competition affect credit ratings?» *Harvard Business School Working Paper 09-051*.
http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-051_13e0275c-a3a4-48bd-a86a-2324d5d70b57.pdf.
- Blinder, Alan S. 2013. *After the Music Stopped: the Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. New York: Penguin Books.
- Darbellay, Aline et Frank Partnoy. 2012. «Agences de notation et conflits d'intérêts.» *Revue d'Économie Financière* 105:309-318.
- Darbellay, Aline et Frank Partnoy. 2012. «Credit rating agencies and regulatory reform.» dans *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, édité par Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, 273-297. Cheltenham/Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Davies, Howard. 2010. «Global Financial Regulation after the Credit Crisis.» *Global Policy* 1(2):185-190.
- Duan, Jin-Chuan et Elisabeth Van Laere. 2012. «A public good approach to credit ratings – From concept to reality.» *Journal of Banking & Finance* 36:3239-3247.
- Eaglesham, Jean, Jeannette Neumann et Evan Perez. 2013. «U.S. Sues S&P Over Ratings.» *The Wall Street Journal*, 5 février. Page consultée le 2 mars 2013. <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887324445904578284064003795142>.
- Ferguson, Charles H. 2013. *L'Amérique des prédateurs*. Paris: JC Lattès.
- Financial Stability Board. 2012. *Charter of the Financial Stability Board*. Basel: Financial Stability Board. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_120809.pdf.

- Financial Stability Board. 2013. *Credit Rating Agencies: Reducing reliance and strengthening oversight*. Basel: Financial Stability Board.
http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829d.pdf.
- Financial Stability Board. 2014. *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings: Peer Review Report*. Basel: Financial Stability Board.
http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140512.pdf
- Fitch Ratings. 2013. «Code of Conduct.» Modifié le 20 juin.
https://www.fitchratings.com/web_content/credit_policy/code_of_conduct.pdf.
- Fitch Ratings. 2014. «About us.» Page consultée le 18 juin.
<https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp>.
- Gaillard, Norbert. 2010. *Les agences de notation*. Paris: La Découverte.
- Gavras, Panayotis. 2010. «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):475-488.
- Gavras, Panayotis. 2012. «Le B.A.-BA des notes.» *Finances & Développement*:34-37.
- Hacker, Jacob S. et Paul Pierson. 2010. *Winner-Take-All Politics: How Washington Made the Rich Richer- And Turned Its Back on the Middle Class*. New York: Simon & Schuster Paperbacks.
- International Association of Insurance Supervisors. 2014. «About the IAIS.» .» Page consultée le 8 juin. <http://www.iaisweb.org/About-the-IAIS-28>.
- International Organization of Securities Commissions. 2013. «Re: Transparency and Competition Among Credit Rating Agencies.» *Site de la International Organization of Securities Commissions*, 15 avril. Page consultée le 30 mai 2014.
http://www.iosco.org/library/briefing_notes/pdf/IOSCOBN01-13.pdf.
- Kennedy, Scott. 2003. «China's Credit Rating Agencies Struggle for Relevance.» *The China Business Review* 30(6):36-40.
- Kerwer, Dieter. 2005. «Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies.» *Governance : An International Journal of Policy, Administration, and Institutions* 18(3):453-475.
- Mathis, Jérôme, James McAndrews et Jean-Charles Rochet. 2009. «Rating the raters : Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?» *Journal of Monetary Economics* 56:657-674.
- Moody's Investors Service. 2013. «Code of Professional Conduct.» Modifié en décembre.
https://www.moody's.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf.

Moody's Investors Service. 2014. «Moody's Corporation.» Page consultée le 18 juin. <http://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>.

McVea, Harry. 2010. «Credit Rating Agencies, the Subprime Mortgage Debacle and Global Governance : the EU Strikes Back.» *International and Comparative Law Quarterly* 59:701-730.

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

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

Poon, Winnie P.H. and Kam C. Chan. 2008. «An empirical examination of the informational content of credit ratings in China.» *Journal of Business Research* 61:790-797.

Portes, Richard. 2008. «Ratings agency reform.» Dans *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, édité par Andrew Felton et Carmen Reinhart, 145-149. Londres : VoxEU-Centre for Economic Policy Research.

Rosenkranz, Robert. 2009. «Let's Write the Rating Agencies Out of Our Law.» *The Wall Street Journal*, 2 janvier. Page consultée le 6 janvier 2013. <http://online.wsj.com/news/articles/SB123086073738348053#mjDropdown>.

Rousseau, Stéphane. 2012. «A Question of Credibility : Enhancing the Accountability and Effectiveness of Credit Rating Agencies.» *C.D. Howe Institute Commentary* 356.

Secrétariat de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques. 2010. «Compte rendu de la discussion.» Dans *Competition and Credit Rating Agencies*, Directorate for financial and enterprise affairs Competition committee, 21-38. Organisation de Coopération et de Développement Économiques.

Shanghai Brilliance Credit Rating and Investors Service Co., Ltd. 2014. «Time Line.» Page consultée le 19 juin. <http://www.shxsj.com/en/inside.php?menuid=106&catid=117>.

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

Sinclair, Timothy J. 2010. «Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis.» *Economic sociology_the european electronic newsletter* 12(1):4-9.

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

Schroeder, Susan. 2013. «A Template for a Public Credit Rating Agency.» *Journal of Economic Issues* 47(2):343-350.

Standard & Poor's Financial Services LLC. 2014. «About Standard & Poor's Ratings Services [S&P].», Page consultée le 18 juin. <http://media.mhfi.com/documents/SPRS.pdf>.

Standard & Poor's Ratings Services. 2013. «Code of Conduct.» Modifié le 31 décembre. http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_US/G_EX3-3.March2014.pdf.

Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. 2011. *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies : Final Report*. International Organization of Securities Commissions. <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20110302/01.pdf>.

The International Organization of Securities Commissions. 2013. «About IOSCO.» Page consultée le 10 mars. <http://www.iosco.org/about/>.

United States Government Accountability Office. 2012. *Credit Rating Agencies: Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. United States Government Accountability Office. <http://www.gao.gov/assets/590/587772.pdf>.

U.S. Securities and Exchange Commission. 2013. *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. U.S. Securities and Exchange Commission. <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep1213.pdf>.

White, Lawrence J. 2009. «The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle.» *Critical Review* 21(2-3):289-399.

Woo, Sarah Pei. 2012. «Stress before Consumption: A Proposal to Reform Agency Ratings.» *European Law Journal* 18(1):62-82.