

Rapport évolutif

Turbulences sur les marchés financiers : l'influence des agences de notation de crédit

Joëlle Paquet

MAP, administration internationale



Laboratoire d'étude
sur les politiques publiques
et la mondialisation

INTRODUCTION

Que s'est-il passé sur les marchés financiers en août 2008? Qui est responsable de la débâcle? Qu'est-ce qui a alimenté la frénésie de la spéculation? Pourquoi cet engouement pour les investissements risqués et les produits financiers ésotériques? Quel est le rôle attribuable aux agences de notation de crédit dans ce gâchis?

Le monde traverse actuellement l'une des plus graves crises financière et économique qu'il ait connues depuis des décennies. Les turbulences sur les marchés financiers, qui ont culminé avec le gel des liquidités, les faillites de grandes institutions financières et la nationalisation de certaines autres, à la fin de l'été et à l'automne 2008, ont engendré une récession mondiale. Plusieurs facteurs, dont des fraudes hors du commun, ont été montrés du doigt pour expliquer cette débâcle. Les décideurs politiques remettent maintenant la régulation des marchés financiers à l'ordre du jour. Parmi les éléments identifiés comme nécessitant une attention particulière, on trouve les agences de notation de crédit¹.

Ce rapport examine le rôle des agences de notation de crédit dans les marchés financiers mondiaux et explore les récentes propositions de réglementation à leur sujet. Suite à un survol de cette industrie, il sera question des principales critiques formulées à l'endroit des agences de notation, puis des mesures mises de l'avant par diverses administrations et organisations internationales.

1. PANORAMA DU MARCHÉ DE LA NOTATION DE CRÉDIT

Les agences de notation de crédit fournissent des avis sous forme de notations exprimées par des échelles alphabétiques (AAA, AA, A, BBB, etc.), sur les risques

de défaillance de crédit des émetteurs de titres de placement et de leurs obligations financières.

« Le risque [de défaillance] de crédit est le risque qu'une partie à un contrat financier ne s'acquitte pas de ses obligations lorsque celles-ci deviennent exigibles. Au sens très large, le risque de crédit englobe le risque d'un recul possible de la valeur de marché d'un investissement par suite de la détérioration de la qualité du crédit d'une contrepartie [risque de migration de la notation] » (Harvey et Merkowsky, 2008, p.65)

Tableau 1

Échelle de notation de Moody's et Standard & Poor's

Obligations de niveau investissement <i>(Investment Grade)</i>	AA+ Aa1	Haute qualité
	AA Aa2	
	AA- Aa3	
Obligations de niveau investissement <i>(Investment Grade)</i>	A+ A1	Forte capacité de paiement
	A A2	
	A- A3	
Obligations de niveau investissement <i>(Investment Grade)</i>	BBB+ Baa1	Capacité de paiement correcte
	BBB Baa2	
	BBB- Baa3	
Obligations spéculatives <i>(Speculative Grade)</i>	BB+ Ba1	Remplira probablement ses obligations
	BB Ba2	
	BB- Ba3	
	B+ B1	Obligations à haut risque
	B B2	
	B- B3	
Obligations spéculatives <i>(Speculative Grade)</i>	CCC+	Vulnérabilité actuelle au défaut
	CCC Caa	
Obligations spéculatives <i>(Speculative Grade)</i>	CCC-	Vulnérabilité actuelle au défaut
	C Ca	
Obligations spéculatives <i>(Speculative Grade)</i>	D D	En faillite ou en défaut

Source : Cont, Rama. 2007. La notation de crédit des produits structurés. Finance Concepts, <http://www.finance-concepts.com/press/RatingsCDO.pdf>

Les agences publient des notations de crédit pour plusieurs types de créances et d'obligations financières, notamment les prêts du secteur privé, les titres de créance négociés sur le marché et les offres privées, les parts préférentielles et les autres titres de placement qui offrent des taux de rendement fixes ou variables. Elles expriment leur opinion sur les risques de défaillance de crédit des entreprises, des produits financiers structurés, ainsi que des titres émis par des organismes publics. Essentiellement, les notes visent à fournir aux investisseurs des informations qui leur seront utiles dans leurs décisions d'investissement. Elles sont utilisées de plusieurs façons par les investisseurs, les emprunteurs, les émetteurs de titres et les gouvernements. Ces derniers font référence aux notations dans certaines mesures législatives et réglementaires régissant le système bancaire et les marchés financiers (ESME, 2008).

Il existe plus de 130 agences de notation de crédit dans le monde (Rousseau, 2005). Les trois plus grandes agences de notation, soit Moody's, Standard & Poor's (S&P) et Fitch, contrôlent une part très importante du marché mondial de la notation. DBRS, une agence canadienne, Japan Credit Ratings et l'agence AM Best, basée aux États-Unis et spécialisée dans le secteur de l'assurance, sont également bien établies (ESME, 2008).

Tableau 2

Les 10 organisations de notation statistiques reconnues (Nationally recognized statistical rating organization - NRSRO) par la Security and Exchange Commission (SEC) des États-Unis

Agences de notation de crédit	Pays
A.M. Best Company Inc.	États-Unis
DBRS Ltd.	Canada
Egan-Jones Rating Company	États-Unis
Fitch Inc.	États-Unis
Japan Credit Rating Agency Ltd.	Japon
LACE Financial Corp.	États-Unis
Moody's Investors Service Inc.	États-Unis
Rating and Investment Information Inc.	Japon
Realpoint LLC	États-Unis
Standard and Poor's Ratings Services	États-Unis

1.1 Survol historique

Les agences de notation de crédit sont apparues au début du XX^e siècle aux États-Unis. La première agence, Moody's, a été créée en 1909 afin de noter les obligations émises par les sociétés privées, en particulier les entreprises ferroviaires (Sylla, 2002). À mesure que se développait et se complexifiait le marché des obligations, il devenait de plus en plus difficile pour les investisseurs d'obtenir des renseignements sur la solvabilité des entreprises et, par conséquent, d'évaluer le risque de défaillance de crédit des titres émis. Les notations de crédit apparaissaient donc comme une source d'information pertinente pour les investisseurs. À cette époque, le modèle d'affaire des agences de notation de crédit reposait sur des frais d'inscription payés par les investisseurs pour avoir accès aux notations.

Lors du crash boursier de 1929, les agences n'ont pas anticipé le déclin rapide de la valeur de centaines de titres et l'augmentation spectaculaire des défaillances² (Partnoy, 2002). Alors que le recours aux notations était relativement limité dans les années 1920, il s'est en fait développé dans les années 1930. En 1930, la Federal Reserve Board des États-Unis a commencé à utiliser les notes de crédit pour évaluer les portefeuilles des banques sous sa responsabilité. En 1931, le Trésor américain se sert des notations de crédit pour mesurer la qualité des comptes d'obligations des banques. Des amendements à la loi fédérale régissant les banques aux États-Unis, adoptés en 1935, de même qu'un règlement émis par le contrôleur des comptes en 1936, interdisent l'achat de titres spéculatifs, c'est-à-dire dont la notation de crédit est inférieure à BBB. Avant l'adoption de ces dispositions, les agences de notation de crédit ne notaient les titres qu'après leur mise en marché. Afin que leurs obligations puissent être acquises par les banques, les émetteurs avaient maintenant intérêt à ce que leurs produits soient notés avant leur émission.

Au cours des décennies suivantes, le marché de la notation de crédit est demeuré stable. À la suite de la crise du crédit du début des années 1970, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), une agence gouvernementale américaine, établit en 1973 un registre des agences de notation de crédit reconnues (*Nationally recognized statistical rating organization* – NRSRO) et entérine le recours aux notations dans l'appréciation de la volatilité des titres. Plusieurs dispositions législatives et réglementaires faisant référence aux notations de crédit ont par la suite été adoptées par le gouvernement fédéral et certains États américains. Au même moment, le modèle d'entreprise des agences de notation se transforme significativement.

Auparavant, les investisseurs contractaient des abonnements auprès des agences pour avoir accès aux notations; maintenant les émetteurs de titres rémunèrent les agences pour que leurs produits soient notés. Aujourd'hui, environ 90 % des revenus des agences de notation de crédit proviennent des frais payés par les émetteurs (Partnoy, 2006).

2. MONDIALISATION, INNOVATION FINANCIÈRE ET LE RÔLE DES AGENCES DE NOTATION DE CRÉDIT

Depuis une trentaine d'année, la mondialisation financière s'est développée grâce à la libéralisation des marchés financiers nationaux et l'intégration internationale. Le marché des valeurs mobilières affiche un degré élevé d'intégration à l'échelle mondiale. Le caractère mondial de ce marché est illustré par la vitesse à laquelle les stress financiers se répandent d'un pays à l'autre, entre autres depuis 2007.

Au cours des dix dernières années, on a assisté à un développement sans précédent de l'innovation financière. De nouveaux types de produits complexes, destinés à transférer les risques de crédit en les dispersant auprès de multiples investisseurs, ont fait leur apparition, notamment les titres garantis par des créances (*collateralized debt obligation* – CDO). Parmi ceux-ci, il convient de mentionner les titres adossés à des actifs (*Asset-backed securities* – ABS) et les titres adossés à des crédits hypothécaires à risque (*subprime*). Les papiers commerciaux adossés à des actifs (PCAA) font partie de cette dernière catégorie de produits. Les produits financiers structurés sont élaborés à partir de portefeuilles de valeurs mobilières et d'au moins un produit dérivé, et sont transformés en titres financiers négociables par le processus de titrisation.

La titrisation consiste à regrouper des créances de même nature, par exemple des prêts immobiliers, dans un fond commun de créances. Le titre garanti par une créance ainsi créé est ensuite revendu en tranches aux investisseurs, généralement grâce à une structure d'accueil (*special purpose vehicle*). Les tranches ainsi structurées correspondent à différents niveaux de risque, du plus sécuritaire au plus risqué : prioritaire (*senior*), de rang inférieur (*mezzanine*) et de dernier rang (*equity*).

Les notations de crédit jouent un rôle clé dans les décisions d'investissement des acteurs du marché financier (Sy, 2009). Les émetteurs de titres et d'obligations recherchent les notations de crédit pour améliorer l'attrait commercial ou le prix de leurs titres de placement. Les investisseurs institutionnels, comme les fonds mutuel, les fonds de pension et les sociétés d'assurance, utilisent extensivement les notations de crédit. Ces investisseurs sont généralement soumis à des restrictions législatives et réglementaires, ainsi qu'à des politiques d'investissement, qui stipulent que seuls les titres de placement dotés d'une certaine notation de crédit minimale peuvent être acquis. Les maisons de courtage de valeur, pour leur part, utilisent les notations de crédit de façon complémentaire à leurs analyses de gestion de risque pour identifier les sociétés avec lesquelles elles vont faire affaires. En tant qu'émettrices de créances à court et à long termes, les grandes maisons de courtage se voient à leur tour décerner des notations de crédit. Les notations peuvent également être mentionnées dans certains contrats privés, qui stipulent qu'advenant une modification de notation, le crédit peut être interrompu ou les obligations de remboursement être devancées.

Dans le contexte du marché des produits structurés, les investisseurs, confrontés à des produits opaques, complexes et

très sophistiqués, se sont largement appuyés sur les notations de crédit dans leurs décisions d'investissement. En fait, plusieurs observateurs considèrent que le marché financier international n'aurait pas été en mesure de se développer de manière aussi extensive sans les agences de notation de crédit (Issing and all., 2009). Pour les investisseurs, l'accès à des informations faciles à comprendre sur des titres émis dans d'autres pays et dont l'évaluation intrinsèque serait complexe, permet d'améliorer la diversification de leurs actifs et les retours sur l'investissement. D'ailleurs, quant aux marchés des obligations d'entreprises et de gouvernements, le rôle des agences de notation est généralement considéré comme positif. En ce qui concerne les produits financiers structurés, dont le marché a connu un taux de croissance impressionnant entre 2000 et 2007, les notations émises par les agences ont servi de caution.

Les émetteurs de titres sont conscients de l'importance des notations dans la mise en marché des produits, notamment auprès des investisseurs institutionnels tenus d'investir uniquement dans des produits présentant une notation élevée. C'est pourquoi les émetteurs se sont basés directement sur les modèles de notation des agences pour élaborer leurs produits de manière à obtenir la note souhaitée pour chacune des tranches.

3. PRINCIPALES CRITIQUES

3.1 Notation des produits financiers structurés

Depuis le début de la crise financière en août 2007, les agences de notation de crédit font face à de nombreuses critiques concernant leurs modèles de notation pour les produits structurés. Selon la

Commission européenne (2008), « il est communément admis qu'en sous-estimant le risque de crédit inhérent aux produits crédit structurés, les agences de notation ont lourdement contribué aux récentes turbulences du marché » (p. 2). En effet, 80% des crédits hypothécaires à risque (*subprimes*) étaient notés AAA (ESME, 2008), malgré les risques importants de perte, la complexité et l'opacité de ces instruments.

Le risque de défaillance de crédit des produits financiers structurés est éminemment plus difficile à évaluer que celui des obligations d'entreprise ou de gouvernement. Cependant, lorsqu'elles ont commencé à noter les produits structurés, les agences de notation ont essentiellement appliqué les mêmes modèles. Ces modèles reposent sur des données historiques et les tendances qui s'en dégagent. Plusieurs produits complexes sont cependant apparus récemment, dans une période caractérisée par une croissance économique mondiale soutenue, des taux d'intérêts très bas et stables et une augmentation régulière du prix des maisons.

Au Canada, l'agence DBRS fait face à des critiques acerbes en raison de son rôle dans le marché des PCAA, en particuliers les PCAA émis par des institutions non bancaires. Dès 2002, Standard and Poor's évaluait que les PCAA non bancaires canadiens ne respectaient pas les normes internationales en matière de liquidité. Cette agence, de même que Moody's, ont donc cessé de noter le PCAA canadien. DBRS a, par contre, continué d'évaluer le risque lié aux nouvelles émissions de PCAA jusqu'en 2008. L'agence a octroyé de hautes notes à ces produits, alors que ce marché connaissait pourtant des problèmes majeurs, depuis l'été 2007. L'agence fait maintenant face à une poursuite pour négligence, intentée par la compagnie minière Silver Standard Resources, de Vancouver.

3.2 Conflits d'intérêt

Le modèle d'affaire des agences de notation de crédit, où l'émetteur de titres rémunère les agences afin de recevoir une notation, comporte un risque de conflit d'intérêt inhérent (SEC, 2008). Les agences tirent l'essentiel de leurs revenus des frais de notation payés par les entreprises. Elles peuvent juger qu'il est préférable d'attribuer une note gonflée pour éviter qu'une entreprise donnée ne se tourne vers une autre agence de notation pour obtenir une meilleure note. En ce qui concerne les produits financiers structurés, souvent les agences de notation participent activement à l'élaboration des produits et fournissent des avis sur la composition des tranches, ce qui entache davantage l'intégrité du processus de notation.

Le marché des produits structurés est fortement concentré. Les grands émetteurs, dont les activités peuvent représenter une part substantielle des revenus des agences de notation, se trouvent donc dans une position de force non négligeable. Il existe un risque qu'ils exercent des pressions auprès des agences de notation pour influencer le choix des modèles appliqués ou même encore les notations attribuées. Les agences pourraient hésiter à actualiser leurs modèles en tenant compte de nouvelles données lorsque cela aurait pour effet de réduire la note et, par conséquent, de perdre un client.

3.3 Concurrence

Le marché de la notation de crédit peut être considéré comme oligopolistique; deux grandes agences, Standard & Poor's et Moody's, en contrôlent une énorme part. Fitch et, dans une moindre mesure, DBRS et Japan Credit Ratings, complètent le tableau. Les motifs de concurrence sur la qualité des notations sont par conséquent limités.

En raison de certaines dispositions législatives de plusieurs gouvernements, il est très difficile pour de nouvelles agences de percer ce marché. Par exemple, aux États-Unis, les agences doivent être inscrites dans le registre des NRSRO de la SEC, qui exigeait jusqu'à récemment comme préalable d'être largement reconnu dans le milieu financier. En raison de l'importance du marché États-unien, la reconnaissance sous NRSRO est également importante pour transiger sur le marché canadien.

3.4 Communication et transparence

Plusieurs observateurs considèrent que les agences de notation n'ont pas convenablement expliqué aux utilisateurs de leurs notations le sens et les limites de ces dernières (Commission européenne, 2008). Les notations de crédit fournissent un indicateur sur les risques de défaillance de crédit, mais il ne s'agit pas d'une évaluation du risque de liquidité, ni d'une opinion sur l'intérêt d'acheter un produit.

Les modèles utilisés pour attribuer les notations, et plus encore les hypothèses économiques qui sous-tendent les analyses, sont parfois difficiles à saisir, ce qui rend malaisée l'appréciation de la qualité du processus de notation.

D'ailleurs, plusieurs agences de notation de crédit ne fournissent pas les informations nécessaires pour évaluer et comparer les performances à long terme des notations qu'elles attribuent (IOSCO, 2008b).

3.5 Retards dans l'ajustement de la notation

Selon la Commission européenne (2008), « lorsque les conditions du marché se sont dégradées, les agences de notation n'ont pas su adapter leurs notations promptement » (p. 2). Ainsi, les abaissements de notation

ont été plutôt décalés en comparaison de la réaction du marché. Les notations ont été abaissées après la chute des prix des produits et la débâcle de plusieurs institutions financières. Il apparaît que les agences de notation consacrent peu de ressources à la surveillance des notations si l'on compare à ce qui se passe lors de l'établissement d'une note initiale (SEC, 2008).

3.6 Caution réglementaire

Plusieurs auteurs, en particulier Partnoy, s'opposent aux références aux notations de crédit dans les lois, règlements et politiques d'investissement. En effet, cette « caution réglementaire » inciterait les investisseurs à accorder une confiance exagérée aux notations de crédit et induirait d'autre part à la paresse les agences de notation puisque leur marché est assuré.

Au Canada, plusieurs dispositions réglementaires fédérales et provinciales font ainsi référence aux notations émises par les agences de notation de crédit (Rousseau, 2005). Il s'agit généralement de faire une distinction entre les obligations de niveau investissement (*investment-grade*) et les obligations spéculatives. Les références à des organisations de notation reconnues, quant à elles, imposent des barrières à l'entrée de nouvelles agences sur le marché.

Sur le plan international, les dispositions des accords de Bâle sur les fonds propres (Bâle II)³ favorisent le recours aux notations de crédit fournies par des organismes de notation externes (*External Credit Assessment Institutions*) reconnus dans l'évaluation du risque relatif aux actifs bancaires, afin de déterminer les besoins en capital des banques.

3.7 Responsabilité envers les acteurs du marché

Malgré leur influence importante sur les marchés financiers, les agences de notation de crédit ne sont pas réellement réglementées, ni responsables envers les acteurs du marché (Rousseau, 2005). Elles ne font pas l'objet d'une surveillance comme les autres acteurs des marchés financiers. Aux États-Unis, certains émetteurs ont déjà poursuivi des agences de notation, en particulier pour des problèmes engendrés par la publication de notations non sollicitées. Dans la plupart des cas, cependant, les agences visées ont bénéficié de la protection du Premier amendement (liberté d'expression) puisque les notations de crédit sont considérées comme des opinions.

Selon Rousseau (2005), il existe un déséquilibre entre le pouvoir des agences de notation et la possibilité de les tenir responsables de leurs actes. En effet, le principal incitatif à s'acquitter de leur rôle de façon efficace et intègre repose sur le maintien de leur (bonne) réputation.

Il est cependant difficile d'élaborer une réglementation contraignante à l'intention des agences de notation de crédit sans nuire encore davantage à la concurrence. En effet, un encadrement serré et des exigences élevées avantagent, dans une certaine mesure, les grandes agences déjà établies et peuvent freiner encore plus l'émergence de nouveaux acteurs.

3.8 Crises de notation et contribution à la procyclicalité des marchés

Les crises de notation, c'est-à-dire des abaissements imprévus et soudains des notes, sont relativement fréquentes depuis une vingtaine d'années (Sy, 2009). Par exemple, en 1998, la crise asiatique a été

fortement exacerbée par la décote soudaine des notations de plusieurs pays de cette région, ce qui a entraîné un mouvement de panique sur les marchés. L'éclatement de la bulle technologique, au début des années 2000, et les déboires d'Enron et de WorldCom ont également été alimentés par une crise des notations. Suite aux faillites de ces deux sociétés, la SEC des États-Unis s'est penchée sur les pratiques du marché de la notation de crédit. Elle s'est intéressée aux questions liées à la circulation des informations, à la gestion des conflits d'intérêts, aux allégations de pratiques anticoncurrentielles, aux barrières réglementaires à l'émergence de nouvelles agences de notation et à la surveillance des activités des agences.

Ces crises de notation augmentent les risques systémiques et pourraient être procycliques. Ainsi, elles contribueraient à augmenter les investissements dans les « bons moments » et participeraient à la surchauffe des marchés, à la spéculation effrénée et au développement de bulles spéculatives; elles accéléreraient la chute des marchés dans les « mauvais moments », en alimentant des mouvements de panique sur le marché.

4. MESURES ENVISAGÉES PAR DIVERSES ADMINISTRATIONS

Plusieurs États, de même que l'Organisation internationale des valeurs mobilières (OICV), ont étudié le marché de la notation de crédit et en ont proposé des mesures destinées à améliorer les pratiques des agences. Dans la crise financière actuelle, où les appels à la régulation des marchés financiers sont de plus en plus fréquents, cette intervention par les pouvoirs publics s'est accélérée.

4.1 Organisations internationales

En septembre 2003, le Comité technique de l'OICV a publié un énoncé de principes concernant les activités des agences de notation de crédit. Ces principes devaient servir d'outil aux commissions de valeurs mobilières et aux agences de notation dans la mise en place de modèles de gouvernance et de transactions. L'énoncé aborde également le mode d'utilisation par les investisseurs des opinions exprimées par les agences de notation. Suite aux commentaires de plusieurs intervenants, un code autogéré de conduite, structuré selon trois axes (qualité et intégrité du processus de notation, indépendance et mesures contre les conflits d'intérêt, responsabilités auprès des investisseurs et des émetteurs) a été élaboré en 2004. Toutes les principales agences de notation de crédit ont adhéré à ce code de conduite.

En mars 2007, le Forum sur la stabilité financière (FSF) a demandé à l'OICV et au Comité sur le système financier mondial (CSFM) de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), de Bâle, d'étudier le rôle des agences de notation de crédit dans le marché des produits financiers structurés. En avril 2007, le comité technique de l'OICV a entrepris l'évaluation des pratiques des agences dans ce marché. Les résultats de cette analyse ont mené à l'adoption, en mai 2008, d'amendements au code de conduite. Au niveau de la qualité de la notation, les principaux ajouts concernent la transparence envers le public au sujet des limites des méthodes de notation des produits structurés, de l'emploi de ressources suffisantes à l'analyse, de la surveillance de l'évolution des produits et la révision régulière des méthodes, en particulier pour les produits structurés.

Le code vise aussi l'interdiction pour les analystes de faire des recommandations

sur la façon de structurer des produits financiers qui seront notés par leur agence. En ce qui concerne les procédures et les politiques, le code de conduite recommande maintenant aux agences d'émettre un avis dès qu'elles reçoivent 10% et plus de leurs revenus d'un seul émetteur. Il les incite aussi à convaincre les émetteurs de rendre publiques le plus d'informations possibles afin qu'une autre agence puisse émettre une notation. Au niveau de la responsabilité des agences envers les investisseurs et les émetteurs, les agences devraient indiquer, au sujet de chaque notation, la date de la dernière révision, la méthodologie employée et les modifications apportées à cette dernière, le cas échéant. Elles devraient également distinguer les notations attribuées aux obligations d'entreprises et de gouvernements de celles relatives aux produits structurés. La nature et le sens des notations de crédit (et ce qu'elles ne sont pas) devraient être mieux explicités aux investisseurs. Les performances ou résultats des notations devraient être présentés de façon à pouvoir comparer les agences entre elles. Enfin, ces dernières sont invitées à publier, sur la page d'accueil de leur site internet, leur code de conduite, la description des méthodes utilisées et l'information sur les performances historiques⁴.

Le Comité sur le système financier mondial a pour sa part dégagé des leçons de la crise du crédit et formulé plusieurs recommandations destinées à améliorer la crédibilité des notations des produits financiers structurés (CGFS, 2008). Le Comité considère que les notations de crédit devraient servir à soutenir la diligence raisonnable des investisseurs et non la remplacer. Les agences de notation devraient améliorer la diffusion de l'information sur les méthodes de notation et les facteurs de risque, en plus de tenir compte des risques systémiques lors de l'élaboration de leurs modèles. Ainsi, du côté des investisseurs,

il conviendrait de réviser l'utilisation des notations, en particulier des produits financiers structurés, et de consacrer davantage de ressources à l'évaluation des risques.

En ce qui concerne les agences de notation, elles devraient améliorer et simplifier la diffusion de l'information, indiquer clairement les hypothèses économiques qui sous-tendent leurs analyses et les limites de leurs modèles, lorsque les données disponibles sont limitées dans le temps. De plus, il conviendrait de surveiller davantage la performance des divers acteurs impliqués dans le processus de titrisation et les conséquences de l'évolution rapide du marché des produits structurés sur la pertinence des critères évalués lors de la notation. Enfin, les agences de notation devraient envisager des façons d'intégrer des informations supplémentaires sur les risques associés aux produits structurés dans leur notation.

Lors de la réunion du G20, en avril 2009, à Londres, les décideurs politiques ont affirmé l'importance de réguler et de surveiller les activités des agences de notation de crédit en fonction de ces éléments.

4.2 Union européenne

En Europe, depuis 2006, les agences de notation sont soumises à une évaluation annuelle par le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), notamment quant au respect des dispositions du code de conduite de l'OICV⁵. En septembre 2007, la Commission européenne a confié mandat au CERVM d'examiner le rôle des agences de notation dans le marché des produits financiers structurés, de même que les questions touchant la transparence des méthodes, la performance des notations, les ressources humaines des agences, les

conflits d'intérêt potentiels et les options réglementaires. Suite à un sondage auprès des acteurs du marché (CESR, 2008), un document de consultation du Comité, paru en février 2008, soulève plusieurs problèmes, notamment l'importance grandissante des notations de crédit dans les marchés financiers, qui sont devenues des sources d'information privilégiées sur les produits structurés. Ce développement a été accompagné par une augmentation de la méconnaissance des limites des notations. À ce propos, le CERVM note que les agences ne semblent pas avoir tenté de rectifier les perceptions erronées en soulignant ces limites. Plusieurs acteurs du marché s'interrogent également sur la capacité des agences de notation de crédit à suivre les développements rapides des marchés financiers et à adapter leurs méthodes en conséquence.

Dans un rapport publié en juin 2008 (ESME, 2008), le Groupe d'experts européens des valeurs mobilières (ESME) considère que la performance des notations de crédit des produits structurés n'est pas satisfaisante. Aussi, formule-t-il plusieurs recommandations concernant les politiques de notation, la gouvernance et la culture d'entreprise, la transparence des activités, les mesures de performance, la régulation et la surveillance externe.

En novembre 2008, la Commission européenne a soumis une proposition de règlement au Parlement européen et au Conseil sur les agences de notation de crédit (Commission des communautés européennes, 2008). Le Parlement européen a alors adopté une réglementation amendée, en avril 2009. Celle-ci vise à garantir l'intégrité, la transparence, la responsabilité, la bonne gouvernance et la fiabilité des activités de notation de crédit. Plusieurs règles encadreront les activités des agences de notation, notamment

l'obligation de mettre en place un système interne de contrôle de la qualité des notations.

Une nouvelle législation mettant en place un enregistrement et une surveillance obligatoires des agences de notation de crédit, d'abord par le CERVM, puis, en 2010, par une nouvelle autorité paneuropéenne, a également été adoptée. Le CERVM sera responsable de gérer une base de données des performances antérieures des agences de notation à l'œuvre en Europe.

4.3 États-Unis

Suite aux évaluations des politiques engagées en réaction aux faillites d'Enron et de WorldCom, le gouvernement des États-Unis a adopté, en 2006, le *Credit Rating Agency Reform Act*. Cette loi donne au SEC le mandat de surveiller les activités des agences de notation de crédit afin notamment d'améliorer la transparence des pratiques et de favoriser une meilleure concurrence, en réduisant les barrières à l'émergence de nouvelles agences de notation. Les agences qui désirent obtenir le statut de NRSRO doivent fournir des informations détaillées au SEC, conserver et mettre à la disposition du SEC toute les informations générées par l'agence (incluant toutes les communications par courriel entre les employés). Elles doivent aussi élaborer des procédures destinées à prévenir l'utilisation frauduleuse des informations confidentielles et à gérer les conflits d'intérêts.

En juillet 2008, la SEC a publié un rapport sur les problèmes identifiés lors de son examen des agences de notation Fitch, Moody's et Standard & Poor's, lancé en août 2007 (SEC, 2008). L'augmentation significative du nombre et de la complexité des échanges financiers semble avoir causé des problèmes aux agences. De plus, des

panes importants du processus de notation n'étaient pas divulgués et les politiques, procédures et opérations de notation des produits structurés n'étaient pas suffisamment documentées. Le suivi des notations accusait plusieurs lacunes. Enfin, certains problèmes au niveau de la gestion des conflits d'intérêts ont été relevés.

En décembre 2008, la SEC a modifié certains règlements applicables aux agences de notation, qui imposent notamment aux NRSRO l'obligation de publier les performances de leurs notations à 1, 3 et 10 ans d'intervalle. Elles doivent aussi présenter un rapport annuel au SEC.

Le plan de stabilisation des marchés financiers présenté par l'administration du Président Barack Obama, en juin 2009, entend rétablir la discipline au sein des marchés financiers (Department of the Treasury, 2009). Les mentions relatives aux agences de notation de crédit semblent infirmer la valeur informative des notations de crédit des produits structurés et constituent une critique adressée aux investisseurs qui se sont trop appuyés sur ces notations dans leurs décisions d'investissement. Le plan indique que la SEC devrait poursuivre ses efforts en vue de renforcer la régulation des agences de notation de crédit, notamment au niveau de la gestion des conflits d'intérêts et de la promotion de l'intégrité du processus de notation. Le plan invite les régulateurs à éviter la mention des notations de crédit dans les lois, règlements et pratiques de surveillance, partout où il est possible de le faire.

4.4 Mesures communes Europe – États-Unis

Les législateurs européens et américains ont énoncé au cours de la dernière année un ensemble de règles et de principes communs. Ainsi, il est recommandé que les

agences de notation divulguent de façon précise les risques évalués et les limites des notations, de même que l'importance des risques présentés par les produits structurés en comparaison des produits financiers « classiques ». Des symboles supplémentaires pour différencier les produits structurés devront être créés. Les modèles, les méthodes et les hypothèses économiques sur lesquelles sont basées les notations devront être accessibles aux investisseurs. De plus, la séparation entre les activités de notation et les services conseils auxiliaires devra être renforcée. À ce chapitre, le plan Obama va légèrement plus loin que le projet européen, puisqu'il interdit formellement aux agences de participer à l'élaboration des produits qu'elles notent, même si ce ne sont pas les mêmes employés qui prennent en charge la notation.

4.5 Canada

Suite aux turbulences sur les marchés du crédit, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont présenté au gouvernement fédéral, en octobre 2008, des propositions concernant la réglementation de ce marché (ACVM, 2008). Le comité formé par les ACVM s'est notamment demandé si une intervention réglementaire était nécessaire au sujet des agences de notation. Selon celui-ci, « compte tenu des récentes modifications, le code de conduite [de l'OICV] constitue une norme complète qui traite en profondeur les préoccupations liées à la gouvernance et à la conduite des agences de notation » (p.16). Le comité propose donc d'établir un cadre réglementaire prévoyant le respect obligatoire du code de conduite de l'OICV et conférant aux autorités en valeurs mobilières le pouvoir d'exiger des modifications des pratiques et procédures des agences de notation. Puisque les principales agences de notation (Moody's, Standard and Poor's et Fitch)

sont régies par la SEC et afin de limiter le fardeau réglementaire, le comité prévoit des obligations conformes à celles projetées par la SEC.

Au niveau législatif, le comité propose de modifier la dispense de prospectus pour les titres à court terme afin que les titres de créance adossés à des actifs ne soient plus inclus⁶. Les Autorités canadiennes de valeurs mobilières entendent poursuivre leur examen de la réglementation des agences de notation et le recours aux notations dans les lois et règlements au Canada.

CONCLUSION

Les agences de notation de crédit peuvent contribuer à l'efficacité des marchés financiers en réduisant les asymétries entre l'information que détiennent les émetteurs de titres de placement et ce qui est accessible aux investisseurs (Rousseau, 2005). Il serait très difficile et onéreux pour les investisseurs d'évaluer de façon appropriée les risques de crédit de tous les émetteurs. Les agences de notation bénéficient d'économies d'échelle dans la recherche et l'analyse. Cependant, les notations des produits structurés se sont révélées déficientes. Lorsque les notations de crédit ont été abaissées de façon draconienne en 2008, la crise de confiance qui en a résulté a fortement exacerbé le mouvement de panique chez les investisseurs et, par conséquent, a aggravé la crise financière elle-même.

Au cours des dernières années, la communauté internationale a entrepris un vaste examen des dispositions législatives et réglementaires applicables aux marchés financiers et à leurs failles. Les agences de notation de crédit font partie des cibles identifiées et les gouvernements se sont engagés à améliorer leur supervision.

Comme le note la Commission européenne (2008), « étant donné le caractère mondialisé de l'activité des agences de notation et ses effets sur l'économie mondiale, il importe d'assurer la convergence des règles régissant la délivrance des notations de crédit à l'échelle mondiale, de façon à garantir un niveau pareillement élevé de confiance des investisseurs et de protection des consommateurs » (p.7). En effet, puisque les marchés financiers sont fortement intégrés, les administrations ne peuvent agir en vase clos pour réglementer ces acteurs importants des marchés.

Plusieurs sont déçus du manque de mordant du plan Obama au sujet des agences de notation. Le plan mentionne cependant l'importance de coordonner les efforts au niveau international à ce chapitre. Il conviendra de suivre les développements à ce sujet, notamment les propositions qui seront émises par la SEC au cours des prochains mois. Les agences de notation se conformeront toujours en premier lieu aux dispositions législatives et réglementaires des États-Unis. Il est par conséquent difficile pour les autres gouvernements d'adopter des règles différentes. En ce qui concerne le Canada, dont le marché des instruments de crédit est minuscule en comparaison de son voisin, on peut s'interroger sur la pertinence d'élaborer une réglementation, de même qu'un système de surveillance parallèles à ce qui est mis en place aux États-Unis.

NOTES

¹ En anglais *credit rating agency* (CRA).

² Immédiatement après le crash de 1929, l'industrie de la notation est en déclin. Un des cas célèbres illustrant les difficultés éprouvées par les agences dans l'anticipation des événements est celui de la défaillance de la *Chicago, Rock Island & Pacific*, dont les titres obtenaient pourtant la plus haute notation (Partnoy, 2006).

³ Les accords de Bâle sur les fonds propres ont été signés en 2004 et sont entrés en vigueur le 1^{er} janvier 2008.

⁴ En juin 2009, Moody's et DBRS affichent clairement, sur la page d'accueil de leur site internet, les informations requises. Fitch, pour sa part, affiche bien le code de conduite et les méthodes en vigueur mais il faut pénétrer dans le site pour avoir accès aux performances historiques. Dans le cas de Standard & Poor's, il est possible d'accéder à toutes ces informations, mais il faut chercher un bon moment sur le site.

⁵ Suite à un avis émis par le CERVM en mars 2005, la Commission européenne a estimé que l'adhésion des agences de notation au code de conduite international pouvait se révéler suffisant pour assurer un bon fonctionnement du marché. Cependant, la Commission a donné le mandat au CERVM de surveiller le respect des dispositions du code de conduite.

⁶ Au Canada, selon l'article 2.35 du Règlement 45-106, certains émetteurs de titres n'ont pas à présenter un prospectus, lequel renferme des renseignements détaillés sur les titres offerts et sur les activités de l'émetteur, sa direction et sa situation financière. C'est le cas pour les titres dont l'échéance est prévue dans un an ou moins après la date d'émission, lorsqu'« ils font l'objet d'une note approuvée attribuée par une agence de notation agréée ».

Bibliographie

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). 2008. « Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des BTAA », Document de consultation 11-405, Octobre 2008.

Commission des Communautés européennes. 2008. « Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit », http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_fr.pdf

Committee of European Securities Regulators (CESR). 2008. "The role of credit rating agencies in structured finance", Consultation paper, February 2008, <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=4951>

Committee on the Global Financial System (CGFS). 2008. "Ratings in structured finance : what went wrong and what can be done to address shortcomings", CGFS Papers No 32, Bank for International Settlements, July 2008, <http://www.bis.org/publ/cgfs32.pdf?noframes=1>

Department of the Treasury. 2009. "Financial Regulatory Reform. A New Foundation : Rebuilding Financial Supervision and Regulation", United States of America, June 2009, http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf

European Securities Markets Expert Group (ESME). 2008. "Role of Credit Rating Agencies", ESME's Report to the European Commission, June 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf

Harvey, Nancy et Mervin Merkowsky. 2008. « Le rôle des notations de crédit dans la gestion du risque de crédit inhérent aux opérations de trésorerie de l'État », *Revue du système financier* (juin 2008), Banque du Canada, http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2008/rsf_0608.pdf

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). 2008. "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies", Technical committee of the International Organization of Securities Commissions, May 2008, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). 2008b. "The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets, Final Report", Technical committee of the International Organization of Securities Commissions, May 2008, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf>

International Organization of Securities Commissions (IOSCO). 2009. "International cooperation in oversight of credit rating agencies", Technical committee of the International Organization of Securities Commissions, March 2009, <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20090318-2/04.pdf>

Issing, Otmar (Chairman), Asmussen, Jörg, Krahenen, Jan Pieter, Regling, Klaus, Weidmann, Jens and William White. 2009. "New Financial Order. Recommendations by the Issing Committee for the G-20 Part II", Center for Financial Studies, White Paper No 11, February 2009, http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/white_paper/White_Paper_No_1_Final.pdf

Partnoy, Frank. 2002. "The Paradox of Credit Ratings", in Levich, Richard, Majnoni, Giovanni and Carmen M. Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* : 65-84.

Partnoy, Frank. 2006. "How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers", in Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan (eds), *Financial Gatekeepers : Can They Protect Investors?*, Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, <http://ssrn.com/abstract=900257>

Rousseau, Stéphane. 2005. "Enhancing the accountability of credit rating agencies: the case for a disclosure-based approach", Capital Markets Institute, August 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=797325

Securities and Exchange Commission (SEC), 2008. "Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies", United States Securities and Exchange Commission, July 2008, <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>

Sy, Amadou N.R. 2009. "The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets", IMF Working Paper, IMF Institute, June 2009, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>

Sylla, Richard. 2002. "An historical primer on the business of credit rating", in Levich, Richard, Majnoni, Giovanni and Carmen M. Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* : 19-40.

ANALYSE DES IMPACTS DE LA MONDIALISATION SUR L'ÉCONOMIE AU QUÉBEC

Déjà publiés

Rapport 1 - L'intégration économique nord-américaine (novembre 2005)

Rapport 2 - Le Québec et les pays émergents : la Chine (mai 2006)

Rapport 3 - Diplomatie commerciale : options et stratégies (novembre 2006)

Rapport 4 - La relation commerce-travail : à la recherche de l'équilibre entre les politiques économiques et sociales (août 2007)

Rapport 5 - L'immigration, corollaire du développement économique? (mars 2008)

Rapport 6 - L'émergence des fonds souverains (janvier 2009)



Le Laboratoire d'étude sur les politiques publiques et la mondialisation a été créé en 2004 par une entente de partenariat entre le ministère des Relations internationales et l'ENAP. Le Laboratoire est un lieu de veille et d'analyse consacré à l'étude des effets de la mondialisation sur le rôle de l'État et sur les politiques publiques au Québec, et ce sur les enjeux d'ordre culturel, économique, environnemental, de santé, d'éducation et de sécurité.

**Relations
internationales**
Québec 

Directeur : Paul-André Comeau

Information :

Claudia Gaudreau
Téléphone : (418) 641-3000 poste 6864
leppm@enap.ca

Les publications du Laboratoire peuvent être consultées sur le site :

www.leppm.enap.ca

Pour citer ce document :

PAQUET, Joëlle. Turbulences sur les marchés financiers : l'influence des agences de notation de crédit. Québec, Laboratoire d'étude sur les politiques publiques et la mondialisation, ENAP, 2009. 15 p. (Rapport évolutif. Analyse des impacts de la mondialisation sur l'économie au Québec; Rapport 7).