

AGENCES DE NOTATION ET CONTROLE PRUDENTIEL DANS L'EUROLAND

THIERRY SESSIN*

Depuis quelques années, les agences de notations font régulièrement l'objet de critiques et de remises en cause de la qualité prédictive de leurs notations et des effets de contagion qu'elles engendrent. Ce travail propose de souligner un changement de doctrine de la réglementation prudentielle qui donne aux agences de notation une fonction complémentaire au respect des normes réglementaires. Pour renforcer cette association centrée autour de la prévention du risque systémique en Europe, nous proposons la mise en place de critères d'accréditation à la fois normatifs et quantitatifs, imposés aux agences de notation. Si ces dernières les respectaient, elles pourraient alors s'associer plus encore à l'évaluation du marché des dettes privées, du risque de crédit et du risque de marché.

75

AGENCE DE NOTATION ET DISCIPLINE DE MARCHE

Le changement de doctrine de la politique prudentielle (Aglietta, Scialom, Sessin [1997]) amène à reconsidérer le rôle de l'autorité de supervision par rapport aux mécanismes du marché. Parmi les principaux facteurs de déstabilisation des systèmes bancaires, la carence de la discipline de marché apparaît comme un facteur aussi important que la soudaineté de la déréglementation, la déficience du contrôle interne, ou encore, l'inadaptation de la supervision au nouveau contexte concurrentiel (FMI [1996]). Les mécanismes de marché supposent que soient présents à côté des règles incitatives de divulgation de l'information, des acteurs, des organisations ou des institutions qui contribuent à diffuser et à produire l'opinion du marché : les auditeurs externes et les agences d'évaluation. Dans les débats antérieurs sur la régulation ban-

* Chercheur associé au MINI-FORUM (URA CNRS 1700) Université de Paris X. e-mail : tsessin@iway.fr
Cet article a été présenté lors des XIV^{èmes} Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire - Toulouse, 4-5 juin 1998.

caire (Gilbert [1990], Berger [1991], Koppenhaver et Stover [1994]), la discipline de marché a souvent été analysée comme un substitut à la réglementation publique. De ce point de vue, les réformes menées par les autorités prudentielles de Nouvelle-Zélande destinées à intégrer de façon systématique les interrelations entre discipline de marché et réglementation bancaire, font figures de pionnières en la matière (Mortlock [1996], Nicholl [1996]).

L'énoncé des nouveaux principes de la doctrine prudentielle s'appuie sur une approche à la fois moins unitaire de la supervision et la réaffirmation de la coopération entre superviseurs indépendants et loyaux. Il nécessite aussi la mise en perspective du rôle qui incombe à la discipline de marché et l'intérêt que constitue la mise en place de la supervision déléguée pour la politique prudentielle. Dans les propositions plus récentes, la tendance est plutôt de compléter la supervision prudentielle par les effets incitatifs liés à la discipline de marché. La démarche adoptée ici consiste à circonscrire parmi les mécanismes de marché, ceux qui permettent de renforcer et d'épauler la politique prudentielle, en aucun cas de la restreindre ou d'assujettir sa légitimité aux mécanismes privés. En l'espèce, la supervision déléguée est un moyen pour le régulateur de compléter ses interventions traditionnelles en s'inspirant de normes et de prescriptions qu'il a énoncées à l'avance.

76

Les fonctions précises que l'on souhaite vouloir faire jouer à la discipline de marché sont néanmoins difficiles à spécifier. D'un point de vue global, les approches prudentielles avancées par les superviseurs internationaux insistent sur trois dimensions clés à l'origine de la robustesse d'un système financier : les infrastructures institutionnelles et concurrentielles ; la discipline de marché et la gouvernance interne (le contrôle des droits de propriétés par les agents extérieurs à la gestion de la banque¹) ; la régulation et la supervision. La discipline de marché joue ici un rôle particulier. En effet, s'ils ne constituent pas un principe à part entière de supervision, les mécanismes disciplinaires du marché assurent un niveau de cohérence et de transparence minimum du contrôle interne et de la supervision consolidée, tout en permettant de mettre en pratique la coercition graduée.

Une tendance nouvelle émerge, marquée par la reconnaissance de l'association des efforts à mener tant dans les domaines de la supervision déléguée et du contrôle externe de la qualité de l'autocontrôle que pour améliorer l'efficacité de la discipline de marché. Dans ce cadre, la fonction de la discipline de marché vise à fournir un système d'incitations suffisamment dissuasif pour décourager les managers, les créanciers, et les actionnaires à prendre des risques menant à la faillite de la banque. La discipline de marché s'attaque également aux risques que le « *Too Big To Fail* » fait peser sur les contribuables, notamment en les

informant sur les coûts collectifs des recapitalisations. Par ailleurs, il est vraisemblable qu'avec le développement des activités de marché dans le cadre du grand marché de l'Euro, la banalisation des produits dérivés de gré à gré et des opérations de titrisation, la discipline de marché verra son rôle renforcé dans la gouvernance interne des banques.

Néanmoins, le renforcement de la discipline de marché n'a de sens que si elle est accompagnée d'une réorientation importante de la supervision. Le renforcement de la discipline de marché sans les infrastructures prudentielles adéquates pourrait, en effet, mener à produire par autoréférence des critères de performance et des dispositifs d'incitations instables. De plus, si l'on s'oriente vers une évaluation à la valeur de marché de l'ensemble du portefeuille bancaire et de négoce sous la forme d'une « *value at risk* » (VaR) totale, le risque est de rendre la valeur de la banque encore plus sensible aux imperfections des marchés financiers. En effet, le coût social des crises bancaires et la valeur sociale des banques dotées d'une franchise bancaire importante ne coïncident pas toujours avec les pressions du marché à l'occasion de la mise en difficulté d'un établissement financier.

La discipline de marché a pour fonction de fournir les incitations à l'origine de l'intervention des « *stake-holders* » dans la gestion de la banque. Dans la perspective des nouveaux principes de politique prudentielle qui attribuent une fonction centrale à la discipline de marché et aux mécanismes d'autorégulation privés, la frontière entre règles de marché et règles *ad-hoc* publiques a été profondément déplacée. En effet, la supervision déléguée et le principe d'indépendance des superviseurs, conduisent nécessairement à rendre la discipline de marché fortement dépendante du rôle que les superviseurs délèguent aux mécanismes de gouvernance privés. Néanmoins, Demsetz, Saindenberg et Strahan [1996] signalent que l'efficacité des dispositifs incitatifs et de gouvernance des banques dépend largement de la valeur de la franchise bancaire des établissements. Pour eux, plus la valeur de la franchise bancaire est importante, moins les dispositifs autodisciplinants ont de prise sur le comportement des parties contrôlantes et des managers.

Pour que la discipline de marché puisse jouer un rôle réel, les principales limites tiennent à la transparence, à la qualité de l'information et à l'étendue des intervenants dans les marchés concernés. En effet, celle-ci n'est effective que si l'information est non seulement de bonne qualité, mais également à la condition qu'elle ne reste pas confinée à quelques intervenants. En l'occurrence, si elle reste le monopole d'investisseurs de référence, et, si elle fait l'objet d'une discrimination entre ceux qui ont une surface financière suffisamment importante pour accumuler des informations privées au moyen d'auditeurs externes et

ceux qui ne disposent que des informations publiques du marché, alors, elle conservera forcément son caractère autoréférentiel. Par ailleurs, il est aussi délicat d'opérer une discrimination entre une banque jugée bonne et une banque de qualité médiocre, qu'entre une information qualitativement significative et une autre information dénuée de sens. Là est la principale limite de la discipline de marché, dans la mesure où elle peut se focaliser sur des informations sans contenu, qui vont servir à former et à canaliser l'opinion du marché.

Si l'on veut éviter le caractère autoréférentiel des informations contenues dans les systèmes d'incitations de la gouvernance des banques, il faut faire appel à des standards qualitatifs et quantitatifs. À défaut de telles normes, comme c'est le cas pour les modèles d'autocontrôle internes des risques de marchés, deux acteurs centraux peuvent servir de point d'appui pour standardiser les référents de la discipline de marché : les agences de notation et les auditeurs externes des banques. Nous allons voir comment le rôle de la discipline de marché peut s'enrichir d'une standardisation de l'action des principaux acteurs concernés et de leur association dans un cadre renouvelé de politique prudentielle.

*Les agences de notation et le contrôle prudentiel :
une interdépendance croissante*

78

Au sein de l'espace européen, le contenu du travail des agences de notation doit être amené à évoluer. Celles-ci interviennent pour évaluer la robustesse des établissements de crédit, en jouant un rôle déterminant dans l'appréciation de la solidité financière de groupes bancaires en cours de consolidation en Europe, en validant ou en rejetant, les opérations de croissance externe et les restructurations. Par ailleurs, les agences de notation possèdent grâce à leurs contacts sur les principales places financières une position privilégiée par rapport aux régulateurs. Elles sont donc qualifiées pour juger la gestion du risque en observant les pratiques concrètes des établissements financiers. Parallèlement, elles ont été jusqu'à évaluer la qualité du contrôle prudentiel.

Ce nouvel élément d'appréciation de la robustesse des établissements financiers pose la question de leur relation avec les superviseurs. Sur ce point, en évaluant la qualité d'une banque d'après les infrastructures prudentielles, l'agence d'évaluation se situe d'emblée au même niveau que le superviseur. Ce faisant, la notation des structures prudentielles n'est pas une opération neutre et privée. Il s'agit là d'une opinion qui a forcément des effets sur le gouvernement interne des banques, sur les déposants, et sur l'intensité de la concurrence internationale entre les banques. Pourtant, les agences de notations se refusent à remplir un quelconque rôle de supervision, dans la mesure où elles estiment que

leur fonction est du ressort du marché et des investisseurs pour le compte desquels elles interviennent. De façon analogue, les superviseurs peuvent estimer que la répartition des rôles limite les fonctions relatives des agences de notation. Par conséquent, de leur point de vue, les agences de notation peuvent ne pas avoir à jouer de rôle spécifique dans le schéma de politique prudentielle.

Pourtant, l'absence d'anticipation des agences de notation dans des débâcles financières récentes (la banque Banesto et le Crédit Lyonnais) rend nécessaire une coopération plus étroite entre celles-ci et le régulateur. Néanmoins, la prise en compte des agences de notation dans la supervision des banques ne constitue pas une solution de rechange à la politique prudentielle publique. Une solution plus raisonnable serait de renforcer la supervision prudentielle et en même temps, de rendre systématique le recours aux agences de notation. Ces dernières élargiraient leur appréciation de la solvabilité à des informations plus fines que celles que l'on peut trouver dans les ratios de solvabilité réglementaires. En retour, des ratios de solvabilité corrigés pourraient affiner certains des engagements des banques, en pondérant les coefficients de fonds propres par les notes des agences de notation. Dans cette perspective, il est impératif que les agences de notation aient une reconnaissance prudentielle formelle, qui les incite à s'associer plus étroitement au suivi quotidien des banques.

79

Pour que son effet ne soit pas asymétrique entre les banques, le recours à la notation devrait être une obligation pour l'ensemble des banques, quelles que soient leurs tailles et leurs degrés d'insertion dans les marchés de la liquidité bancaire nationaux et internationaux. Cette obligation se justifie par l'ambiguïté du lien qui se noue entre l'inspecté et l'examineur. A l'heure actuelle, dans un certain nombre de pays, les banques choisissent de rémunérer une agence de notation et décident ensuite de lui faire divulguer ou non les résultats de son enquête. Plus rarement, des agences de notations décident de noter des banques sans l'avis de ces dernières (le « *rating* » sauvage) et s'exposent par la suite au risque de perdre l'essentiel de leur clientèle. Pour contrecarrer les distorsions et l'aléa de moralité occasionnés par la dépendance des agences de notation par rapport aux audités, l'une des solutions consisterait à facturer leurs prestations aux investisseurs plutôt qu'aux banques, émetteurs, gouvernements, collectivités territoriales notés et clients des agences. Le risque est alors de réserver le *rating* aux grands investisseurs institutionnels et fonds de pension et d'introduire des distorsions vis-à-vis des investisseurs individuels. La solution peut alors prendre la forme d'une action des régulateurs de marché pour inciter les petits actionnaires à s'organiser en associations. Cette démarche permettrait alors à ceux-ci de supporter le coût du *rating*.

En raison de leur importance et de leur implication grandissante dans la formation de l'opinion du marché, des actionnaires et dans certains cas des régulateurs eux-mêmes, les agences de notation doivent se voir imposer une délimitation plus précise de leurs règles d'évaluation, de leurs critères et de leur indépendance vis-à-vis des régulateurs, des banques et des émetteurs de titres. Le renforcement de l'indépendance des agences de notation contribue à améliorer leur crédibilité et leur réputation. Néanmoins, à l'instar des tentatives de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) destinées à réguler les agences de notation, le principal obstacle tient au risque de vassalisation des agences de notation au régulateur et à la modification du système d'incitations dans lequel s'insèrent les agences de notation. Les efforts déployés par la SEC (1995) pour arriver à pré-qualifier les agences de notation par un label national constituent pourtant une piste de réforme applicable aux agences de notation de l'espace monétaire et financier européen. La nécessité de recourir à une étape de pré-qualification se justifie au moins pour deux raisons :

- la reconnaissance des agences de notation par des régulateurs obéit à la même démarche qui a motivé l'accréditation par les superviseurs bancaires des modèles de contrôles internes ;

- les notes des agences ont acquis un statut comparable à celui des ratios de solvabilité réglementaires ;

Si l'instauration d'une pré-qualification des agences de notation s'avère nécessaire, en revanche leur implication dans la supervision déléguée à celles-ci comprend à la fois des avantages et des inconvénients majeurs. En effet, en préqualifiant les agences, le risque est d'exiger des supervisés relativement moins de divulgation de l'information, les agences se chargeant de rendre publique les informations à partir desquelles les investisseurs, déposants, actionnaires et créanciers vont former leurs jugements. En l'espèce, la fenêtre paraît très étroite compte tenu du risque d'une réduction du niveau de divulgation, mais également en regard de la qualité de l'information fournie par les agences de notation. Leurs appréciations relèvent davantage d'une opinion à destination des investisseurs que d'une information destinée à protéger ces derniers, fonction qui doit rester l'apanage des superviseurs, dont l'une des missions fondamentales est de protéger les déposants et des épargnants de la faillite et d'une crise systémique.

La réputation des agences de notation vis-à-vis des banques serait modifiée si elles assumaient une quasi-fonction prudentielle. En effet, si des agences de notation sont des régulateurs *de facto*, les émetteurs de titres, qu'ils soient bancaires ou non-bancaires, seront sans doute incités à faire pression sur celles-ci pour bénéficier de meilleures notations. Cela aurait pour conséquence de réduire la corrélation entre le « *rating* » et le risque de défaut.

Dans ces conditions, il faudrait donc mettre en place un dispositif qualifiant qui n'introduise pas de distorsions entre les acteurs. Cela suppose la mise en place d'un système d'accréditation indépendant, auquel il reviendra de veiller à ce que le rating soit positivement corrélé au risque de défaut. Par exemple, si à la suite d'une crise bancaire majeure ou d'une crise monétaire et bancaire généralisée dans un pays précis, il s'avérait que les ratings les plus pessimistes étaient encore trop optimistes, il faudrait prévoir des actions qui incitent les agences à changer leurs méthodes, voire en cas de récidives avérées, aller jusqu'au retrait des accréditations.

Parallèlement, malgré l'échec de l'expérience de l'agence Euro-notation, les superviseurs devraient favoriser l'émergence d'agences de notation qui soient de préférence européennes, dont l'initiative pourrait venir de grandes banques et d'investisseurs institutionnels européens. La poursuite de l'approfondissement du marché financier européen nécessitera d'une part des acteurs en prise directe avec les agents privés européens et d'autre part, une plus grande connaissance de la micro-structure des marchés comme de la diversité des méthodes comptables européennes. L'accréditation d'agences européennes est aussi une exigence du point de vue de la pluri-notation qui, pour le moment, reste confinée au duopole constitué par les deux principales agences nord-américaines. Il est certainement souhaitable qu'à côté des notes américaines figure une note d'une agence européenne qui permette aux investisseurs internationaux de mieux prendre en compte le risque lié au contexte macro-économique du pays ou des régions.

Parallèlement, pour consolider la délégation de la supervision aux modèles de contrôle interne des banques, les agences de notation doivent s'impliquer plus directement dans l'évaluation de la qualité de ces modèles. En effet, entre l'accréditation des modèles de contrôle interne et le durcissement des coefficients multiplicateurs pour déterminer le montant des fonds propres, les agences de notation ont une fenêtre assez large, qui n'a pas encore été explorée. Les agences devraient être en mesure d'évaluer la qualité des modèles de contrôle interne. A cet égard, elles font remarquer que l'évaluation des modèles de contrôle interne soulève plus de difficultés que celle de la qualité des actifs, du niveau des provisions, etc. Il n'en reste pas moins que le *statu quo* en la matière n'est pas souhaitable, dans la mesure où, pour rester crédibles, les agences de notation devront intégrer progressivement l'évaluation de la qualité du contrôle interne. D'ailleurs, si elles évaluent les infrastructures prudentielles, pourquoi n'évalueraient-elles pas les infrastructures prudentielles déléguées ? Une des premières étapes devrait être celle de la vérification effective et de la notation du niveau de l'indépendances des cellules de contrôle des risques de marchés mises

en place par les directions générales des banques pour contrôler l'action des opérateurs.

*L'ACCREDITATION DES AGENCES DE RATING
DANS L'EUROLAND*

L'euro : le big bang de la notation

La suppression du risque de change fournit une occasion pour redéfinir au sein de l'UEM la distribution et la hiérarchisation des primes de risques de crédit et de signature. Cette tendance est renforcée par les effets de la consolidation budgétaire de l'UEM, qui contribueront à favoriser la recherche d'obligations à spread élevé au sein de la zone, dans la mesure où l'offre de nouveaux titres d'emprunt du secteur public ira en s'amenuisant et que les différentiels de spread entre les émetteurs souverains ne permettront plus d'arbitrages significatifs, sauf à supposer que des émetteurs souverains choisissent des stratégies isolées (comportement de passager clandestin). Ce mouvement précède les stratégies des intermédiaires financiers consistant à bénéficier d'un rating élevé (triple A) par le biais de structures dites dédiées, destinées à concentrer les opérations sur produits dérivées. De la même manière, les établissements hypothécaires allemands bénéficient de rating différents des établissements de crédit traditionnels dès lors qu'ils se sont lancés dans l'émission de Pfandbrief, produit obligataire reposant sur des marchés plus liquides destinés aux institutionnels. L'instauration de l'euro va théoriquement permettre à des intervenants du marché hypothécaire mieux notés de s'adresser dorénavant à des marchés de la zone euro, lesquels font désormais figures d'authentiques marchés domestiques. On peut alors s'interroger sur les réactions des agences de rating dès lors que la composition des portefeuilles d'actifs des banques libellés en euro comprendront des engagements envers des collectivités locales espagnoles, portugaises, sans compter les conséquences prévisibles à attendre en terme de notation avec l'élargissement de l'U-E aux pays d'Europe de l'est.

Par ailleurs, l'instauration de l'euro va contribuer à spécialiser et à intensifier la concurrence entre les places financières européennes (Paris, Francfort et Londres), donnant désormais aux agences de notation la possibilité d'effectuer un rating entre marchés boursiers. Dans ces circonstances, il est légitime de s'interroger sur le rôle des agences de notation intervenant dans la zone euro, lesquelles modifient les comportements des intervenants de marché par les opinions qu'elles fournissent aux marchés. Dans cette perspective, elles auront un rôle majeur dans la diffusion des principes de gouvernance d'entreprise, en particulier dans les secteurs les plus exposés à l'articulation entre l'exercice des droits de

propriétés et le contrôle externe de type institutionnel (secteur banques et assurances). Elles influenceront également la constitution des indices boursiers pan-européen et du « *benchmarking* », au travers les pondérations aux opinions des agences de rating que ces derniers choisiront de retenir (le secteur bancaire européen pondère actuellement environ 30% des nouveaux indices européens type STOXX). De la même manière, elles verront leur influence renforcer face aux mouvements de recomposition du secteur bancaire et financier européen, au travers des notes qu'elles accordent lors des opérations de fusions et acquisitions ou lorsque émergent des structures de gestion déléguée européennes spécialisées dans la gestion d'actif. Enfin, elles conditionneront l'accès au marché obligataire primaire pour les nouveaux emprunteurs désirant européeniser la structure de leur endettement.

Agences de notation et comportements des agents financiers

L'impact de la notation des agences sur le comportement des agents économique fait depuis longtemps l'objet de controverses (Cantor et Packer [1996]). Traditionnellement, on reproche aux agences de notation d'être essentiellement réactives plutôt que préventives. Ce constat est particulièrement vérifiable pour la notation des risques souverains (le risque-pays) et s'est particulièrement illustré lors de la dernière crise asiatique (1997-1998) et de la crise mexicaine (1994-95). En étant réactives, les agences de notation risquent d'aggraver les crises financières et monétaires, en polarisant les comportements des managers de fonds (investisseurs institutionnels en particulier) et en accentuant les volatilités (Reisen [1998]). Plusieurs tentatives de mesures de l'impact (test de causalité à la Granger) des notations sur le rendement des emprunts d'États ont été faites sans pour autant conclure sur le sens des causalités (Larrain, Reisen, Von Maltzan [1997]). La conclusion la plus évidente est que les agences de notation et les intervenants de marché partagent les mêmes déterminants, de sorte que la causalité au mieux est bidirectionnelle. Néanmoins, Cantor et Packer [1996] ont démontré que l'influence des agences de notation (le « *credit rating* ») allait bien au-delà des corrélations observables à partir des informations disponibles sur le marché.

Si les agences de notation n'ont pas d'information qualitativement supérieure à la moyenne des informations disponibles sur le marché et si elles contribuent pourtant à modifier le comportement des investisseurs, il est légitime de s'interroger sur les canaux d'influence des agences vers les agents économique. En effet, pour la notation du risque pays, si les agences annoncent des changements de notation importants, les agents font comme si ces dernières avaient des informations non-disponibles sur le marché. Ces informations sont alors intégrées dans

les déterminants des comportements, ce qui a pour effet d'encourager l'« *herd instinct* » des investisseurs face à une situation où des événements aléatoires se réalisent. Ce qui est donc en jeu, ce n'est pas tant le contenu des annonces des agences que le climat d'incertitude dans lequel elles véhiculent des informations. Dans ces conditions, les agents accordent respectivement beaucoup plus d'importance et de pondération dans leur jugement et face aux décisions à prendre aux informations récentes polarisées par les agences. Dès lors que les mécanismes de contrôle prudentiel sont insuffisamment robustes et inaptes à réagir face aux rumeurs véhiculées par les agences, celles-ci entraînent une sur-réaction des agents (surtout des « *funds managers* ») par rapport à une information déjà disponible, créant des situations de stress pouvant facilement basculer en crise systémique.

Dans ces circonstances, si les annonces des agences de rating sont anticipées par les intervenants du marché, les agences accompagnent les événements plutôt qu'elles ne les anticipent et contribuent ainsi à renforcer l'instinct moutonnier des intervenants par les réactions engendrées par les annonces (abaissement des notations). Comme l'indique Reisen [1998], les agences amplifient à la hausse (en provoquant des réductions des volatilités) et à la baisse (en tendant les rendements des emprunts d'Etat) les phases du cycle économique, tout en limitant la possibilité de faire des arbitrages et des lissages intertemporels dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels. Aussi, la détection par les agences de notation, des tensions sur les engagements interbancaires de court terme, rend nécessaire la généralisation de modèles de type « *early warning system* » déjà utilisés pour les régulateurs bancaires aux Etats-Unis. (Cf. le modèle de rating « CAMELS » du FDIP)². Sous ces conditions, les surréactions provoquées par les agences seraient notablement diminuées, dès l'instant où leurs opinions apporteraient un élément d'information qualitativement supérieur à l'information disponible sur le marché. Elles pourraient alors, sans empêcher les crises, ne pas encourager les comportements moutonniers. Par ailleurs, pour que les agences puissent en toute liberté abaisser les notations, il faut les rendre moins rigides qu'elles ne le sont actuellement en facturant les commissions de notation aux investisseurs plutôt qu'aux emprunteurs.

A un autre niveau, celui de la notation des fonds de pension américains par les agences d'évaluation, les résultats des tests de causalité semblent également partager les mêmes conclusions. En effet, au travers l'étude des notations passées par une agence leader pour la notation des fonds de pensions, Blume [1997] indique que les méthodes de notation utilisées sont relativement rudimentaires, dans la mesure où plus les fonds notés sont âgés, moins la volatilité des notations est importante, sans pour cela que les notes émises apportent des informa-

tions qualitativement supérieures à celles disponibles sur le marché. A l'inverse, des fonds de pensions âgés moins sous-évalués par les agences devraient être délibérément rehaussés par rapport à des fonds plus récents, pour lesquels des volatilités de notes élevées sont possibles. Ce constat indique qu'il faudra également être attentif aux modalités de notation des fonds de pensions européens en cours de constitution.

L'accréditation des agences de notations : intérêts et limites

La globalisation financière est un puissant vecteur de comparaison des performances internationales, sectorielles, entreprise par entreprise. Les notations émises par les agences de rating internationales constituent un élément d'appréciation des performances, alors même que le processus de normalisation des présentations des performances en matière financière n'est pas encore atteint. De ce point de vue, les arguments et les principes utilisés pour parvenir à une normalisation des mesures de la performance valent également pour la mise en place d'une procédure d'accréditation des agences de notation.

La normalisation de la présentation des performances : le cas des normes AIMR³ et GIPS⁴

85

Il faut partir d'un constat commun aux parties prenantes des activités financières : un mouvement de demande de labélisation et de normalisation des principes de présentation des résultats (la « *disclosure* »), de valorisation des variations des performances, parallèle au mouvement de généralisation des standards de gouvernement d'entreprise. Dans l'objectif du renforcement de leur indépendance, les commissaires aux comptes (les auditeurs externes) tendent à s'organiser autour de principes déontologiques pour parvenir à bénéficier d'une certification externe émanant d'une autorité indépendante. Cette dynamique s'inscrit plus généralement dans un mouvement d'aspiration à la labélisation des métiers de gestion.

La mondialisation des marchés financiers et en particulier le regroupement autour d'une même monnaie et des deux (ou trois) principales places financières européennes s'accompagnent de l'accroissement exponentiel des actifs gérés : de là, le besoin de recourir à une normalisation du calcul des performances et de leur présentation par les différents acteurs financiers. Dès lors que des pratiques nationales spécifiques continuent à exister malgré l'intégration monétaire, les places financières européennes tendront à faire reconnaître rapidement leurs normes de présentation des performances, non seulement pour des motifs concurrentiels, mais également pour se hisser aux standards internatio-

naux de corporate governance en matière de transparence de l'information. Encore faut-il fournir aux investisseurs l'information qui va effectivement servir d'aide à la décision. Dans un environnement marqué de plus en plus par l'incertitude ou l'excès des informations disponibles, les normes servent alors de guide à la décision pour les investisseurs. Dans leur principe, ces normes sont destinées à renforcer la confiance dans la publication de résultats passés, mais excluent une certification de la « prédictivité » qui pourrait être légitimement extrapolées.

L'objectif principal des normes internationales GIPS⁵ est d'harmoniser le mode de calcul des performances, lequel, une fois reconnu sur le plan international, permet aux investisseurs de comparer directement les performances entre les différents gestionnaires, lesquels peuvent alors envisager une stratégie de placement internationale. Le deuxième objectif visé par les normes internationales consiste à garantir l'exactitude et l'homogénéité dans le temps des données de performances utilisées dans les comptes rendus de gestion, les historiques, la commercialisation et la communication financière. Le troisième objectif recherché a trait la promotion d'une concurrence loyale entre gestionnaires sur tous les marchés, sans barrières à l'entrée pour les nouveaux venus. Enfin, le dernier objectif visé consiste à encourager l'autorégulation de l'industrie à l'échelle internationale. Concrètement, les normes GIPS sont destinées à couvrir les aspects déontologiques (objectivité et transparence d'une information complète), qualitatifs (normes internationales minimales) et quantitatifs (mode de calcul standardisé et présentation d'un historique des performances de cinq ans au moins, ou depuis la création du gestionnaire si celui-ci a moins de cinq ans).

De la même manière, les normes qui régissent le label US AIMR illustrent cette tendance à la demande de certification des intervenants financiers. Globalement, cette certification est destinée à définir le périmètre de la labélisation, la durée des observations (*Cf.* les séries historiques retraçant l'évolution d'un actif ou de son sous-jacent), l'univers des portefeuilles et leurs références. L'objet de la labélisation est de concourir à qualifier la représentation des performances, à lui donner du sens, et à pouvoir procéder à des comparaisons internationales. Aux Etats-Unis, où 80% des capitaux sont confiés à des gestionnaires externes sous forme d'appels d'offre, les clients et les consultants s'adressant aux gestionnaires délégués prennent leur jugement en priorité à partir du savoir faire historique sur une référence donnée et tiennent compte de la qualité de la performance réalisée et de la méthodologie mobilisée. Moins utilisée en Europe, hormis par les grands fonds de pensions, cette labélisation permet à ceux qui en bénéficient de pouvoir répondre à des appels d'offre internationaux en matière de gestion d'actifs.

Si la généralisation de labels de présentation des performances fournit

une base de commentaire et de diagnostic plus homogène pour les investisseurs institutionnels, il en va de même pour les agences de notation. En effet, dès lors que les informations disponibles le sont dans des standards internationalement reconnus, le respect de certains cahiers des charges en termes de politique de « *disclosures* » a des répercussions évidentes sur le contenu du processus de notation des agences. Par exemple, la qualité et la solidité du dépositaire, le respect de normes déontologique, l'organisation du contrôle interne font partis désormais des éléments pris en considération par les agences lors de leur évaluation.

A ce stade, la difficulté vient de ce que le respect de normes internationales (normes GIPS ou AIMR) tient avant tout à des soucis commerciaux, alors que les agences de notation interviennent essentiellement sous formes de prévisions des risques et de solvabilité de court et moyen terme. Leur rôle est donc différent de celui des normes de performances internationales, même si elles utilisent ces normes pour établir leurs prévisions. Il faut alors veiller à ce que le renforcement du processus de normalisation et de labélisation ne conduisent les agences à formuler des diagnostics systématiquement optimistes dès lors que les notés sont labélisés. Ce faisant, les agences de notation ont une responsabilité tout à fait particulière qui les situent directement dans la sphère « *crédentielle* » qui influence les jugements de valeur de la sphère « *prudentielle* » (les autorités réglementaires se servent souvent des *rating* comme guides pour l'action et les sanctions). La labélisation des agences est donc différent de celui des standards de présentation des performances. D'un côté, le sens des causalités est plutôt « *forward* » tandis que de l'autre, il est plutôt « *backward* ». Dans ces circonstances, un processus de labélisation des agences de notation n'apporterait pas de garanties suffisantes pour crédibiliser les opinions et les diagnostics émis par les agences. En revanche, compte tenu de leurs responsabilités dans le processus de contagion et de crise systémique, l'idée d'une accréditation publique paraît elle plus adaptée. Malgré l'hostilité déjà ancienne des agences (Moody's, 1995), celles-ci sont un des éléments de la supervision déléguée et à ce titre doivent répondre à des critères normatifs et qualitatifs aussi strictes que les critères imposés aux banques pour l'utilisation de leurs modèles de contrôle interne. Le respect de ces critères serait un des moyens pour restaurer leur crédibilité tout en contribuant à favoriser la pluri-notation. En accréditant les méthodes de notation plutôt que les résultats, ce dispositif fournirait à un plus grand nombre d'investisseurs, au premier rang desquels les investisseurs institutionnels, un support et un guide pour la gestion de leurs portefeuilles normalisés. En ce sens, la normalisation des standards de performances et l'accréditation des agences sont largement complémentaires. En même temps, l'accréditation, dont l'objet n'est pas d'introduire des barrières à

l'entrée du marché de la notation, est l'instrument de la construction de la réputation d'agences voulant se créer et concurrencer celles déjà existantes.

L'accréditation : normes qualitatives et qualitatives

Normes qualitatives et déontologiques

- banalisation de la notation sauvage : les agences de notation accréditées doivent à la demande des investisseurs, des actionnaires, pouvoir évaluer n'importe quelles entreprises, banques, collectivités locales ou territoriales, dès lors qu'elles sont organisées pour le faire (ou s'engageront à le faire) ;

- incitation à la notation systématique de l'ensemble des établissements bancaires et financiers ;

- normalisation des critères de notation sectoriels par des composites précis (équipes spécialisées) : périodicité des notations, écart-type entre les prévisions et les réalisations ;

- distinction entre des catégories de notation : micro-notation / macro-notation / qualité des modèles de contrôles internes des intermédiaires financiers et bancaires (notation de l'architecture du contrôle interne) ;

- facturation de la notation aux investisseurs plutôt qu'aux notés (réaffirmation du principe d'indépendance de l'auditeur) ;

- désignation d'un responsable de la notation par secteur/pays et d'un concepteur/vérificateur indépendant responsable des méthodes de notation ;

- labélisation des grilles de notation des agences et des méthodes d'évaluation du risque utilisées.

Normes quantitatives

- accréditation selon une période d'observation de 5 ans à compter de la demande de l'agence et inférieure si il existe un historique des notations à partir duquel l'accréditation est possible;

- existence d'un modèle « *early warning system* » inspiré des modèles de détection des risques des régulateurs de marché (Cf. modèle CAMELS) et d'un « *backtesting* » régulier sur les notations (portant sur la corrélation positive entre les notations et le risque de défaut)

- retrait des accréditations pour les agences ayant été systématiquement trop optimistes alors que la moyenne des notations était au contraire pessimiste, dès lors que des crises bancaires, financières et monétaires ont eu lieu.

*AGENCES DE NOTATION ET RISQUE DE MARCHE
DANS L'EUROLAND*

La notation de l'organisation du contrôle interne des banques

Des agences accréditées sur les bases indiquées précédemment pourraient légitimement évaluer la qualité de l'organisation du contrôle interne des banques. En effet, dans la mesure où les risques de marché ont un fort contenu endogène au processus et aux méthodes choisies (Kupiec, O'Brien [1995]), les agences de notation pourraient noter les structures de contrôle interne, en attribuant par exemple une importance croissante au respect des séparations entre concepteurs des modèles et intervenants de marché. Il va de soi que pour prétendre investir ce rôle, les agences ont besoin de s'entourer de spécialistes du contrôle interne, tâche d'autant plus délicate que les banques elles-mêmes, au niveau des contrôles internes, ne parviennent pas toujours à mobiliser les mêmes connaissances de l'état de l'art de leurs propres intervenants de marché.

L'autre domaine concerne la construction en cours des modèles de VaR des risques de crédit. Une des techniques actuellement utilisées pour apprécier la valeur de marché du portefeuille de crédit consiste à se servir des notations des dérivés de crédit comme approximation du risque de crédit. Sur ce point, des agences accréditées répondant à des exigences opérationnelles précises (modèle d'alerte, autonomie du backtesting) pourraient favoriser les efforts actuels destinés à évaluer le risque de crédit (Cf. le modèle CreditRisk+ développé par le Credit Suisse). Ce faisant, les régulateurs bancaires seraient plus susceptibles d'affiner plus largement les ratios de solvabilité en pondérant les fonds propres couvrant les risques de crédit.

89

*La notation du pré-engagement*⁶

A l'instar des modèles VaR, les modèles de pré-engagement proposés récemment par la *Federal Reserve Board* de New York dans l'objectif de suppléer à l'endogénéité des risques (Kupiec, O'Brien [1995]), sont destinés à déterminer le risque d'exposition des banques et des maisons de placement compatible avec les objectifs du régulateur. Partant du constat qu'une grande partie du risque est endogène à l'organisation interne des institutions financières, la prévention du risque ne peut se satisfaire d'un contrat explicite entre régulateur et supervisé (comme c'est le cas pour les modèles de contrôle interne VaR), mais doit être complétée par un contrat contingent et endogène aux structures « *incitatives* ». En l'espèce, le modèle de pré-engagement fixe les conditions pour lesquelles la banque atteint un montant maximal de pertes

couvert par des fonds propres sur une période donnée à l'avance. Dans ces conditions, la contrainte « *incitative* » consiste à pénaliser (surcharges de fonds propres ou restriction d'activité⁷) l'apparition de pertes cumulatives en excès par rapport au montant des pertes couvert par les fonds propres. L'objectif désigné est d'inciter d'une part, la banque à aligner les fonds propres fixés au moment de l'engagement préalable, à l'évaluation interne du risque d'exposition et à son auto-évaluation des capacités de son système de management du risque. Dans un autre esprit, et pour donner un contenu public et pas seulement discrétionnaire, les modèles de pré-engagement veulent d'autre part, renforcer leur réputation par l'annonce publique des termes du pré-engagement (politique de « *disclosures* » publiques à l'attention des actionnaires et des créanciers). Pourtant, une des difficultés de mise en application concrète de ce dispositif contractuel est que les régulateurs ne procèdent pas à une évaluation du risque du portefeuille de « *négoce* » des candidats au contrat de pré-engagement (Daripa, Varotto [1997]). En notant le contrat de pré-engagement, les régulateurs pourraient indexer les pénalités prévues en cas de rupture du contrat sur la structure du risque *ex-ante* évaluée par des agences de notation accréditées.

90

Ce travail a consisté à démontrer que le rôle et la fonction des agences de notation devaient évoluer vers plus complémentarité avec les dispositifs prudentiels (risques de marché et risques de crédit). Elles verront également leur rôle entrer en synergie avec la politique budgétaire consolidée de la zone euro, au travers des notations attribuées aux obligations privées émises au sein de la zone euro. Face au big bang annoncé de la notation pour les marchés à « *spread* », notre présupposé est qu'il faut renforcer conjointement les sphères « *crédentielle* » et prudentielle, aux côtés de la sphère interne de la gouvernance privée des entreprises et des banques. Ce nouveau dispositif plus englobant, mettant en synergie la discipline de marché et la réglementation bancaire, pourrait permettre aux agences de notation d'évaluer des nouveaux risques, tels que l'organisation du contrôle interne, la notation des crédit dérivés destinés à entrer dans les modèles d'estimation du risque de crédit, qu'enfin, la notation du pré-engagement des banques en matière de risque de marché.

Cet effort rend nécessaire la mise en place d'une accréditation des agences de notation. Pour celles exerçant déjà, cette accréditation se ferait sur la base des performances passées. Pour celles amenées à se créer dans la zone euro, l'accréditation serait conditionnelle à l'examen des notations sur une période de référence de 5 ans. Cette accréditation serait valable pour l'ensemble de l'UEM, attribuée soit part des superviseurs de marchés nationaux ayant une fonction prudentielle, soit par le

régulateur bancaire domestique, soit enfin, dans un schéma fédéraliste, par un régulateur de marché européen, sorte de SEC européenne (Cf. La création récente du *FESCO*, *Forum of European Securities Commission*). Quelle que soit l'institution concernée, la délivrance de l'accréditation devra se faire de préférence par une entité pleinement indépendante.

BIBLIOGRAPHIE :

- AGLIETTA M., SCIALOM L., SESSIN T. [1997], « Réformes du contrôle prudentiel dans l'UEM, arguments et propositions », mimeo *Commission Bancaire*, novembre.
- AHN, S., P. SCHMIDT, 1995, « Efficient Estimation of Models for Dynamic Panel Data », *Journal of Econometrics*, vol n°68.1, pp. 5-27.
- BALTAGI, B., 1995, « Econometrics Analysis of Panel Data », John Wiley & Sons.
- BEATTI V., Searle S, 1992, « Bond Ratings and Inter-Rater Agreement », *Journal Of International Securities Market*, vol n°167, 70, été.
- BERGER A. [1991], Market discipline in banking, Proceedings of the Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, pp. 419-427.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. and C. REINHARDT, 1996, Inflows of capital to developing countries in 1990s, *Journal of Economic Perspectives*, vol n°20.2, pp. 123-40.
- CANTOR R. [1995], « Rating the Rating Agencies », Federal Reserve Board of New York, Speech before the National Economics Club, Georges Washington University, 28 mars.
- CANTOR, R., PACKER, F. 1996, Determinants and impact of sovereign credit ratings, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, vol n°2.2, pp. 37-53.
- CREDIT SUISSE [1997], CreditRisk⁺, *Credit Suisse Financial products*.
- DARIPA A, VAROTTO S., 1997, Agency incentives and reputational distortions : a comparison of the effectiveness Value-at-Risk and Pre-committment in regulating market risk, contribution pour le colloque de la FED de New York, 1998.
- DEMSETZ R.S, SAINDENBERG M.R, STRAHAN P.E, 1996, Banks with something to lose : The disciplinary rôle of franchise value, *Economic Policy Review, Federal Reserve bank of New York*, Vol 2, n°2, octobre, pp. 1-14.
- DE SANTIS, George, Selahattin Imrohoroğlu, 1997, Stock Returns and Volatility in Emerging Financial Markets, *Journal of International Money and Finance*, vol n°16.4, pp. 561-579.
- EATON, J., GERSOWITZ, J. STIGLITZ, 1986, The Pure Theory of Country Risk, *European Economic Review*.
- EDWARDS, S., 1984, LDC foreign borrowing and default risk: an empirical investigation, 1976-80, *American Economic Review*, vol n°74.4, pp. 726-34.
- EDWARDS B. 1994, Will the Agencies be SEC Puppets, *Euromoney*, novembre.
- FEDERAL REGISTER, vol. 61, N° 139, 18 July 1996, notices, pp. 37472-37478.
- FMI [1996], « Bank soundness and macroeconomic Policy », Carl-Johan Lingren, Gilen Garcia, Matthew I.Saal.
- GILBERT R. [1990], Market discipline and bank risk : Theory and evidence, *Economic Review, Federal Reserve Bank of Saint Louis*, Vol 72, janv-fev, pp. 3-18.
- GOH, J.C., L.H. EDERINGTON, 1993, Is a bond rating downgrade bad news, good news, or no news for stockholders?, *The Journal of Finance*, vol n° 158.5, pp. 2001-2008.
- GRANGER, C.W.J., 1969, Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods, *Econometrica*, vol n° 37, pp. 424-438.
- HAND, J., HOLTHAUSEN, R., R. LEFTWICH, 1992, The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices, *The Journal of Finance*, vol n°157.2, pp. 733-752.
- HARBERGER, A., 1985, Lessons for Debtor-Country Managers and Policy Makers, in *International Debt and the Developing Countries*, edited by G. Smith and J.T. Cuddington, World Bank.
- HOLTHAUSEN, R., R. LEFTWICH, 1986, The effect of bond rating changes on common stock prices, *Journal of Financial Economics*, vol n°17, pp. 57-89.

- KOPPENHAVER G.D, STOVER R.D [1994], Standly letters of credit and bank capital : evidence of market discipline, *Journal of Banking and Finance*, Vol 18, pp. 553-573.
- KUPIEC P.H, O'BRIEN J.M [1995], « Recent Developments in Bank Capital Regulation of Market Risks », *Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System*, novembre, 28 pages.
- LARRAÍN, G., REISEN, H., J. VON MALTZAN, 1997, Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings, OECD Development Centre, *Technical Papers*, no. 124.
- MOODY'S INVESTOR SERVICE, 1995, Ratings in Regulation, a petition to the Gorillas, *Moody's special comment*, juin.
- MORTLOCK G., 1996, A new Disclosure Regime for Registered Banks, Reserve Bank of New Zealand Bulletin, mars.
- NICHOLL P., 1996, Market Based Regulation, papier présenté aux 9th *International Bank for Reconstruction and Development (IBDR), Conference on Preventing Banking Crisis*, avril.
- OCDE, 1998, Corporate governance, a report to the ODCE by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, avril.
- REISEN H., 1998, Sovereign Credit Ratings, Emerging Market Risk and Financial Market Volatility, *Technical Paper*, OCDE Development Center.
- SESSIN T., 1997, « Organisation de la confiance par les banques et développement du contrôle prudentiel en Europe », *thèse de doctorat, Université de Paris-X Nanterre*, janvier.

NOTES

1. L'OCDE (1998) précise que la corporate governance « *comprehends that structure of relationships and corresponding responsibilities among a core group consisting of shareholders, board members and managers designed to best foster the competitive performance required to achieve the corporation's primary objective* », page 13.
2. Le Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) a complété en 1997 sa grille de notation des banques en ajoutant un indicateur de sensibilité au risque du marché. Rappelons que CAMELS se décompose de la façon suivante : C : Capital adequacy ; A : Asset quality ; M : Management / Administration ; E : Earnings ; L : Liquidity ; S : Sensitivity to Market Risk.
3. *Association for Investment management and Research*.
4. *Global Investment Performance Standards*.
5. Ernewein A (1998), « Les normes GIPS », *Revue Banque*, avril, pp. 34-35.
6. Cf. Conférence du FMG du 15 octobre 1996, et la présentation par P.H.Kupiec des dernières évolutions du modèle de pré-engagement. La Federal Reserve Bank a d'ailleurs pris l'initiative (1^{er} octobre 1996) de tester l'impact des modèles de pré-engagement auprès des banques US autour d'une étude pilote intitulée « *New York Clearing House Pilot Study* ».
7. D'autres solutions préconisent en cas de violation du modèle de pré-engagement, son remplacement par les modèles VaR, augmentés d'un facteur du risque supplémentaire.