

La réforme du processus de notation financière

Mark Zelmer

Le déclassement ainsi que les mises en garde contre d'éventuels déclassements d'une quantité inédite de titres adossés à des actifs et de titres garantis par des créances, en juillet dernier, ont suscité l'inquiétude des investisseurs quant à la capacité des agences de notation financière d'évaluer la qualité du crédit de ces instruments. Si les titres touchés ne représentaient qu'une part minime de ces marchés, la décision des agences a néanmoins surpris les investisseurs et les a amenés à se demander pourquoi les notes n'avaient pas été abaissées plus tôt, les difficultés sur le marché des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis étant apparentes depuis un certain temps déjà. Les agences de notation se sont en outre fait reprocher des situations de conflit d'intérêts. Parallèlement à ces préoccupations, on a exigé, dans nombre de pays, un examen public plus approfondi des agences ainsi qu'une plus grande transparence du processus de notation. En octobre, le G7 a dit appuyer l'intention du Forum sur la stabilité financière d'étudier le rôle, les méthodes et l'utilisation des agences de notation sur les marchés de produits financiers structurés.

Diverses propositions ont été formulées sur la scène internationale en vue d'améliorer le processus de notation financière, surtout en ce qui concerne les produits structurés. Le présent rapport en donne un bref aperçu et examine les mérites de chacune d'elles.

Vers une réglementation accrue des agences de notation

Invoquant les erreurs de notation très médiatisées du passé, les conflits d'intérêts inhérents aux activités de notation financière et la nature oligopolistique de l'industrie, certains observateurs ont fait valoir que la réglementation des agences de notation devrait être resserrée. Les principales agences œuvrant aux États-Unis sont actuellement réglementées par la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), qui a mis en place, en juin, un nouveau cadre

réglementaire visant les agences de notation¹. Pour défendre avec succès l'idée d'une réglementation accrue, on doit prouver qu'il s'est produit une défaillance du marché peu susceptible d'être corrigée par les seules forces du marché et que le renforcement de la réglementation par les pouvoirs publics représente une solution rentable et viable.

Les agences de notation se sont fait reprocher les conflits d'intérêts propres à leurs activités. En effet, elles tirent une part substantielle de leurs revenus des émetteurs qu'elles évaluent, alors même que les notes qu'elles accordent sont fournies à titre de service aux investisseurs qui achètent les titres en question; elles conseillent les émetteurs avant l'émission de leurs titres, ce qui les aide à remplir à l'avance les critères requis pour les notes souhaitées; et elles publient des notes non sollicitées qui pourraient, théoriquement du moins, encourager fortement les émetteurs à leur verser des honoraires.

Les agences de notation reconnaissent l'existence de ces conflits d'intérêts intrinsèques et affirment disposer de toute une série de mécanismes pour les gérer. Par exemple, elles possèdent une clientèle

1. En septembre 2006, le Congrès américain a voté le *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* (loi de 2006 sur la réforme des agences de notation), qui prévoit de nouvelles normes de reconnaissance et instaure une surveillance plus rigoureuse des agences de notation. Toutefois, cette loi interdit à la SEC de réglementer la substance ou le processus d'établissement des notes. La SEC a prescrit une nouvelle série de règles d'application de la loi en juin 2007 et procède à une nouvelle désignation des agences de notation aux termes de ces dernières. Par conséquent, il est encore trop tôt pour mesurer l'efficacité de ce nouveau régime réglementaire. À l'extérieur des États-Unis, les grandes agences de notation font l'objet d'une surveillance limitée. La Commission européenne a jusqu'ici adopté une position attentiste à l'égard de l'industrie. Cependant, la turbulence récente sur les marchés a incité certains gouvernements européens à exiger une surveillance plus étroite des agences de notation, et la Commission européenne a demandé au Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) de se pencher sur le processus de notation des produits structurés.

très diversifiée, ce qui réduit leur dépendance à l'endroit d'un même client ou secteur en particulier. De plus, elles rendent publics leurs critères de notation et leurs opinions, et favorisent ainsi une meilleure compréhension parmi les investisseurs du raisonnement qui sous-tend les notes qu'elles décernent. Les agences dissocient également les activités analytiques et commerciales associées à chacune des notes attribuées afin de soutenir l'indépendance de leurs appréciations. La rémunération de leurs analystes n'est pas tributaire des honoraires liés à la notation effectuée, et des comités sont chargés d'examiner et d'approuver les notes proposées par les analystes. De façon plus générale, les agences soutiennent que la nécessité de préserver leur réputation les incite à noter de manière juste, objective et indépendante, assertion d'ailleurs corroborée par Covitz et Harrison (2003).

Si les agences de notation ont essuyé des échecs retentissants, elles se sont également montrées désireuses et capables d'apprendre de leurs erreurs, et elles s'emploient continuellement à affiner leurs méthodes de notation. Il n'est pas sûr que les organismes de réglementation possèdent quelque avantage comparatif que ce soit en ce qui a trait à la surveillance du processus de notation, puisqu'ils sont plus éloignés des entités notées que les agences. Ils ne sont pas non plus nécessairement les mieux placés pour juger des méthodes employées par les agences de notation pour évaluer les instruments financiers. En s'aventurant sur ce terrain, ils courraient le risque de devoir répondre des erreurs des agences de notation. L'innovation au sein de l'industrie et le développement des marchés financiers s'en trouveraient bridés, puisque les organismes de réglementation auraient du mal à suivre le flux de nouveaux produits mis au point périodiquement sur les marchés financiers. En outre, on ignore qui serait le mieux à même de réglementer le processus de notation, étant donné que les agences exercent de nombreuses activités transfrontières et évaluent des produits qui se négocient dans plus d'un pays.

L'un des rôles que les pouvoirs publics peuvent assumer consiste à continuer de faire pression sur les agences de notation pour qu'elles respectent les dispositions de l'*IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (code de conduite des agences de notation de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, ou « code OICV »), afin que les investisseurs aient l'assurance que les conflits d'intérêts sont bien gérés. Quatre agences de notation ont fourni au Comité européen

des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) une autoévaluation de leur conformité à ce code. Globalement, le CERVM estime que les codes de conduite des agences de notation sont, dans une large mesure, conformes au code OICV².

Faire en sorte que ce soient les investisseurs, et non les émetteurs, qui paient la notation

Pendant longtemps, les agences de notation ont tiré leurs revenus des frais d'abonnement exigés des investisseurs et ne faisaient rien payer aux émetteurs de titres. Cette situation a changé au cours des années 1970, les agences s'étant alors mises à demander des honoraires aux émetteurs pour évaluer la qualité du crédit de leurs titres. À mesure que l'utilisation des notes s'est répandue, celles-ci se sont retrouvées dans le domaine public et sont devenues des biens publics, avec tous les problèmes de parasitisme que cela suppose. Aujourd'hui, les notes sont accessibles gratuitement dans les sites Web des agences de notation. De plus, les émetteurs ont davantage à être notés, puisque les notes facilitent leur accès aux marchés. L'évaluation des produits structurés représente maintenant jusqu'à 45 % des revenus de certaines agences.

Étant donné les conflits d'intérêts apparents associés au fait que les agences de notation touchent des honoraires des émetteurs des titres qu'elles évaluent, des observateurs estiment que celles-ci devraient recommencer à facturer les investisseurs, au lieu des émetteurs, pour l'attribution des notes. Toutefois, cette solution n'est peut-être plus réalisable ni utile, maintenant que les notes constituent des biens publics. La qualité des notes pourrait se détériorer avec le temps si les agences de notation se trouvaient dans l'impossibilité de financer adéquatement les recherches connexes. Par ailleurs, les notes retiendraient moins l'attention du public si le nombre d'investisseurs y ayant directement accès diminuait, ce qui risquerait de rendre les

2. L'OICV (2007) a étudié la mise en application de son code par un plus large éventail d'agences de notation. Elle a constaté que les agences reconnues par la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) ont adopté des codes de conduite qui suivent pour une bonne part les dispositions du code OICV, et avec peu d'écarts, mais que des efforts additionnels sont nécessaires pour promouvoir la conformité auprès de certaines autres agences. L'OICV est également en train d'examiner le code afin de déterminer s'il y a lieu de le réviser.

agences moins enclines à produire des évaluations de haute qualité³.

Accroître la concurrence au sein de l'industrie de la notation financière

Les agences Moody's et Standard and Poor's dominent l'industrie de la notation depuis des décennies. Leurs marges sont confortables parce qu'il existe d'importants obstacles à l'entrée dans l'industrie. L'un des principaux freins est la réputation, la confiance des investisseurs dans la qualité des notes ne pouvant en effet être acquise qu'au fil du temps, grâce à la production systématique de notes servant d'indicateurs fiables du risque de crédit. Les économies d'échelle liées aux activités de notation renforcent la réputation comme obstacle naturel à l'entrée. L'évaluation d'une vaste gamme d'instruments et d'entités aide les agences de notation à faire valoir leur réputation auprès des investisseurs. Les mentions de certaines agences de notation dans un grand nombre de lois et de règlements publics ont pu malencontreusement ajouter aux obstacles à l'entrée dans l'industrie.

Un accroissement de la concurrence au sein de l'industrie de la notation donnerait aux investisseurs accès à un éventail plus large de points de vue sur la qualité du crédit de leurs placements, et permettrait de maintenir les honoraires des agences à un niveau approprié. On a cependant formulé peu de suggestions pratiques quant aux moyens d'y parvenir. Certains, à l'instar de Pollock (2005), ont proposé que la SEC cesse de désigner les agences de notation, de façon à éviter que les autorités publiques ne contribuent par inadvertance à multiplier les obstacles à l'entrée. En revanche, le nouveau cadre réglementaire instauré par la SEC en juin dernier énonce des critères mieux définis pour les agences de notation qui visent à obtenir la désignation SEC, ce qui pourrait favoriser une

concurrence accrue⁴. En outre, la désignation ou la reconnaissance par les autorités publiques peut aider les agences de notation à réduire le coût élevé lié à l'acquisition d'une bonne réputation, et, partant, promouvoir la concurrence dans l'industrie.

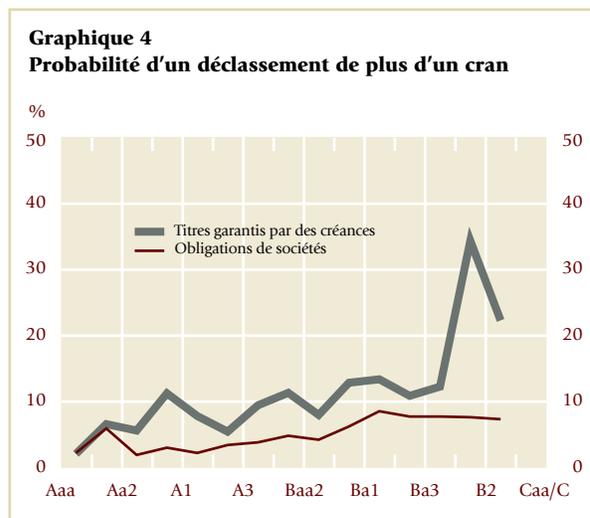
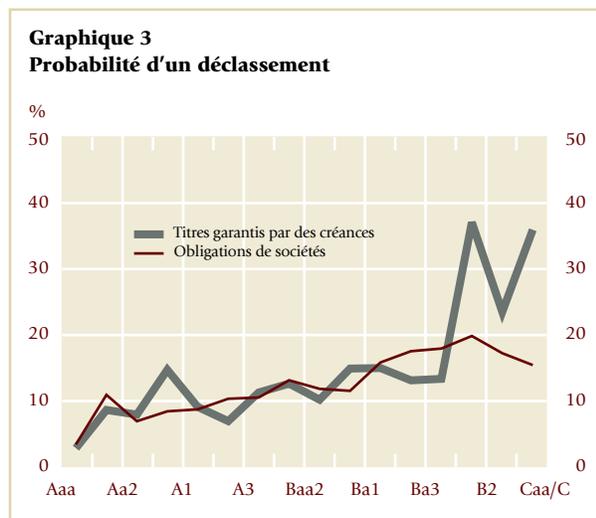
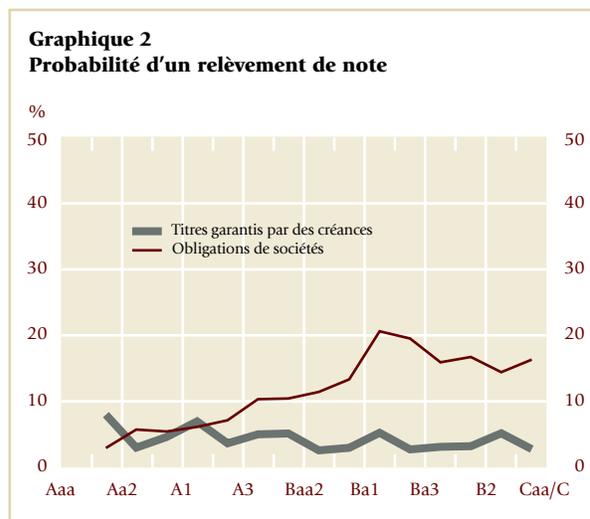
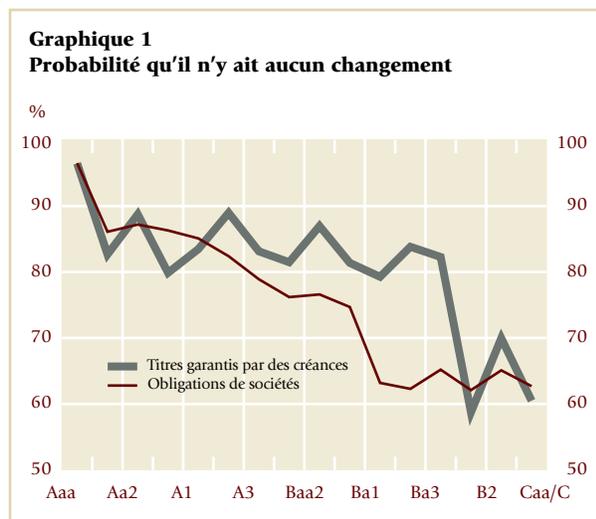
Ce qui présente un intérêt plus général, ce sont les mentions des agences de notation et des notes dans les lois et règlements ainsi que le danger qu'elles encouragent les acteurs du marché à se servir des notes comme d'un indicateur sommaire du risque. La Banque d'Angleterre souligne dans la livraison d'octobre 2007 de son rapport sur la stabilité financière qu'il existe un risque que les banques en viennent à s'en remettre largement aux notes, particulièrement dans le cas des produits structurés. L'Accord de Bâle II oblige les banques à employer, lorsqu'elles existent, les notes publiées par les agences de notation afin de déterminer le niveau de fonds propres requis relativement aux produits structurés. La Banque d'Angleterre a dit craindre que cette exigence réglementaire n'incite certaines institutions bancaires à recourir exclusivement aux notes externes pour évaluer les produits structurés et a recommandé que les banques et leurs autorités de réglementation se penchent sur ce risque potentiel.

Améliorer la transparence du processus de notation

Bien que les agences de notation possèdent un excellent bilan en matière d'évaluation des instruments financiers, on ne compte plus les cas de restructuration de dette et de défaillance très médiatisés qu'elles n'ont pas réussi à prévoir à temps. Parmi les exemples récents, mentionnons celui de l'Indonésie et de la Thaïlande du milieu à la fin des années 1990, et celui d'Enron et de WorldCom il y a quelques années. Le Comité sur le système financier mondial (2005) est d'avis que les notes attribuées aux produits structurés sont plus fragiles que celles des autres titres. Ce point de vue est conforté par les données présentées dans un récent rapport de Moody's, et qui se trouvent résumées dans les Graphiques 1 à 4. Selon ces données, les notes des produits structurés sont généralement plus stables que celles des titres de sociétés, principalement parce qu'elles sont moins susceptibles d'être relevées.

3. L'examen public des agences de notation se trouve également renforcé par la recherche universitaire sur l'utilité des notes. Les nombreuses études menées depuis plusieurs décennies révèlent que les décisions de notation suivent généralement des variations des prix du marché. Ammer et Clinton (2004) ont constaté que les déclassements se répercutent davantage sur les prix des produits structurés que sur ceux des instruments dits purs ou classiques. À l'inverse, l'incidence sur le marché d'un relèvement de note est négligeable dans un cas comme dans l'autre.

4. Par exemple, les nouveaux critères imposent à l'agence de notation qu'elle exerce ses activités depuis au moins trois ans et qu'elle fournisse une attestation officielle d'au moins dix investisseurs institutionnels établissant qu'ils utilisent ses notes.



Source : Moody's, 2007, *Credit Migration of CDO Notes, 1996-2006, for US and European Transactions*, 28 février
 Nota : Dans les Graphiques 1 à 3, le total pour chaque catégorie de notation s'élève à 100 %. Le Graphique 4 n'indique pas de valeur pour les deux catégories inférieures, car il est impossible pour elles d'être déclassées de plus d'un cran.

Par contre, lorsqu'il y a déclassement, les notes des produits structurés risquent davantage de diminuer de plusieurs crans, en raison peut-être de la plus grande incertitude entourant l'évaluation du risque de crédit de ces produits et de l'effet de levier plus important qu'impliquent certains d'entre eux.

Compte tenu du comportement différent des notes attribuées aux produits structurés, d'aucuns plaident en faveur d'une transparence accrue dans le processus d'évaluation de ces titres. Ainsi, le Fonds monétaire international a proposé, dans divers rapports sur la stabilité financière mondiale, que l'on recoure à une échelle de notation distincte

pour ce type de produit. Le CERVM, pour sa part, a suggéré d'encourager les agences de notation à fournir des renseignements plus pertinents au sujet de l'analyse sur laquelle reposent leurs décisions en matière de notation. La Banque d'Angleterre a également formulé des idées sur les moyens d'améliorer le contenu informationnel des notes (voir l'encadré 6 de la livraison d'octobre 2007 de son rapport sur la stabilité financière). Elle s'est notamment penchée sur les façons dont les agences de notation pourraient communiquer davantage de renseignements sur les risques associés aux produits structurés, et elle a proposé que les agences adoptent les mêmes définitions pour évaluer le risque de crédit.

Une échelle de notation distincte pour les produits structurés

L'adoption d'une échelle de notation distincte pour les produits structurés permettrait de souligner le fait que les notes qui leur sont attribuées se comportent différemment de celles des autres instruments financiers. Ainsi, les investisseurs y réfléchiront peut-être à deux fois avant d'acheter des produits structurés. Bien sûr, il se pourrait que les investisseurs essaient simplement d'établir une correspondance entre la nouvelle échelle de notation et l'échelle usuelle servant à évaluer les autres instruments. Mais, même dans ce cas, ils auraient besoin d'information sur les critères de notation des produits structurés.

Les efforts déployés ces derniers temps par les agences de notation en vue de mettre au point des indicateurs permettant d'attirer l'attention sur la fragilité des notes attribuées aux produits structurés (comme les scores de stabilité de Fitch pour cette catégorie de produit) constituent un signe encourageant que les forces du marché sont à l'œuvre et que le secteur privé trouvera lui-même une solution appropriée. Un rôle que pourraient jouer les pouvoirs publics et les organismes de réglementation serait d'accélérer le processus en rassemblant les acteurs afin de discuter de solutions envisageables.

Communication de renseignements connexes plus pertinents

Selon une analyse effectuée récemment par le CERVM (2006), les agences de notation ont tendance à fournir aux investisseurs des descriptions de leurs méthodes de notation qui, pour des raisons d'exclusivité, demeurent très générales et incomplètes. Le CERVM a constaté en particulier que, dans bien des cas, il est difficile de comprendre comment les agences en arrivent à une note donnée. Cette difficulté complique la tâche des investisseurs qui cherchent à comparer les opinions de diverses agences et à tirer leurs propres conclusions, surtout en ce qui concerne les produits structurés complexes.

Si, en définitive, c'est bien aux forces du marché qu'il revient de déterminer le genre de renseignements (et le mode de présentation de ces derniers) qui convient le mieux aux investisseurs, il existe, ici aussi, un rôle à jouer pour les pouvoirs publics et les organismes de réglementation : ceux-ci pourraient en effet contribuer à améliorer la communication d'information pertinente en organisant des discussions sur le sujet entre les différentes parties

intéressées ou en énonçant des principes pour orienter la formulation de normes en la matière⁵.

Rendre les agences de notation légalement responsables des notes qu'elles publient

Partnoy (2006) fait observer que, aux États-Unis, les agences de notation ne sont généralement pas légalement responsables des notes qu'elles publient, car celles-ci sont considérées comme des « opinions » et, partant, relèvent de l'exercice de la liberté d'expression garantie par la loi. Certains observateurs avancent que les agences de notation devraient être légalement responsables de la qualité des notes qu'elles attribuent, de la même façon que les vérificateurs le sont au regard des opinions qu'ils fournissent aux investisseurs et aux autres parties intéressées. On pourrait toutefois faire valoir qu'il faut recourir davantage au jugement pour produire une note qu'une opinion de vérification.

À l'évidence, on doit rendre les agences de notation responsables de la qualité des notes qu'elles attribuent. La réputation constitue certes un obstacle à l'entrée dans l'industrie, mais elle incite également à l'amélioration constante des méthodes de notation. L'expérience récente offre des signes encourageants en ce sens. Ainsi, les agences de notation revoient régulièrement leurs modèles d'évaluation du crédit à la lumière des nouveaux renseignements reçus et à mesure que de nouvelles techniques d'analyse sont mises au point, afin que les investisseurs les considèrent comme étant à la fine pointe de l'évaluation du risque de crédit. La crise du marché des prêts hypothécaires à risque servira sans doute

5. Dans ses nouvelles règles à l'intention des agences de notation, la SEC exige de ces dernières qu'elles publient des statistiques sur le rendement des notes à court, à moyen et à long terme. Mentionnons, à titre d'exemple, les matrices de transition de notation publiées par les agences qui ont servi à préparer les Graphiques 1 à 4. La SEC a dit toutefois ne pas être prête à prescrire des paramètres standard pour l'instant. Elle étudie également l'opportunité d'obliger les agences de notation à divulguer d'autres types de statistiques sur le rendement au lieu, ou en sus, des taux de défaillance et de déclassement. On a cité, entre autres exemples, la comparaison d'une note donnée avec la valeur marchande du titre noté ou avec les baisses marquées de sa valeur marchande après l'attribution de la note.

de mesure du stress utile aux agences pour les éclairer dans leurs décisions de notation futures⁶.

Interdire aux agences d'évaluer les produits au sujet desquels elles ont fourni des conseils

Les agences de notation donnent souvent des conseils aux émetteurs de titres sur la qualité du crédit de ces derniers avant leur émission. Cette pratique suscite des inquiétudes quant au conflit d'intérêts des agences qui publient des notes sur les produits au sujet desquels elles ont fourni des services consultatifs. Bien que les agences aient toujours été disposées à conseiller les émetteurs potentiels de titres, les inquiétudes se trouvent attisées dans le cas des produits structurés. Les émetteurs de ces produits ont peut-être ici l'occasion de détourner à leur profit les modèles d'évaluation du crédit des agences. C'est notamment le cas des plus récents produits, pour lesquels le manque de données limite l'utilité de ces modèles⁷.

Interdire aux agences de notation toute participation à la mise au point de produits structurés, ou les obliger à dissocier leurs activités de notation de leurs services de consultation, semble excessif. Les agences de notation possèdent des connaissances et des idées utiles qui devraient permettre d'améliorer les produits offerts aux investisseurs. De surcroît, comme la transparence du processus de notation continue de s'affiner, il n'y a peut-être plus d'avantages tangibles à tirer de l'imposition d'une telle dissociation des activités.

Au lieu de cela, on pourrait envisager un régime qui autorise l'agence de notation à noter les produits

6. Cette crise pourrait aussi donner lieu à un examen plus officiel des agences de notation. Ainsi, la SEC a lancé une enquête au sujet du comportement des agences de notation sur le marché des titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels à risque, et le President's Working Group on Financial Markets (groupe de travail présidentiel sur les marchés financiers) se penche sur le rôle des agences dans les pratiques de prêt, l'utilisation des notes qu'elles attribuent et la façon dont la titrisation a influé sur le secteur des prêts hypothécaires et les pratiques commerciales connexes.
7. Quoique les agences de notation aient toujours communiqué avec les émetteurs avant l'évaluation et l'émission d'un nouvel instrument, les émetteurs de produits structurés disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour adapter les modalités de leurs produits et obtenir une note souhaitée à l'avance, par exemple, en variant le degré de surnantissement de chaque tranche.

à propos desquels elle a fourni des services de consultation, mais seulement à condition qu'elle divulgue complètement sa participation à la mise au point du produit, ou bien qui lui interdit de noter les produits au sujet desquels elle a fourni des conseils avant leur émission (tout en ayant le droit de noter d'autres produits pour lesquels ses concurrents ont donné des conseils). Au Canada, la récente turbulence sur les marchés pourrait inciter les investisseurs à suivre de plus en plus la pratique en vigueur à l'échelle internationale qui consiste à exiger que les produits structurés soient notés par au moins deux agences.

Notes fondées sur le marché

On se demande également s'il faudrait remplacer les notes par des mesures du risque de crédit fondées sur le marché. L'agence Moody's a déjà réalisé la plupart des travaux nécessaires pour produire des notes fondées sur le marché. Elle publie des « Market Implied Ratings » (notes dérivées des informations de marché) servant à fournir, sous forme de note, l'équivalent du prix du marché du crédit pour divers instruments au fil du temps. Le principal avantage d'une telle mesure tient au fait qu'elle réunirait en une même note toute l'information disponible, y compris les notes attribuées par d'autres agences de notation. En outre, elle pourrait être conçue de manière à être très actuelle. Le principal inconvénient, c'est que ces mesures sont de nature à induire en erreur, les prix du marché pouvant être faussés par les modes ou les bulles. Par exemple, avant la récente turbulence sur les marchés, de nombreux titres adossés à des actifs se négociaient moyennant des écarts qui ne reflétaient pas leurs risques de liquidité inhérents. Il conviendrait donc, par mesure de prudence, de ne pas se fier exclusivement aux « Market Implied Ratings » aux fins de gestion du risque de crédit.

Conclusion

Les investisseurs ont depuis longtemps besoin de spécialistes aptes à les conseiller sur la qualité du crédit de leurs placements. La plupart jugent rentable de confier cette tâche aux agences de notation qui peuvent profiter d'économies d'échelle dans l'évaluation du risque de crédit d'une vaste gamme d'émetteurs et d'instruments financiers. Les avantages qu'offre cette solution se sont accrues avec l'apparition des produits structurés, l'évaluation adéquate du risque de crédit associé à ces produits

nécessitant des outils et des capacités de modélisation très poussés.

Les difficultés subies par les produits structurés lors de la récente turbulence sur les marchés ont ravivé les inquiétudes concernant les agences de notation et leur rôle au regard des marchés financiers. Les agences de notation ont tiré largement profit de la croissance rapide de ces marchés. Bien que les notes qu'elles accordent correspondent généralement aux taux de défaillance observés, les agences ont connu quelques échecs retentissants. Elles demeurent également aux prises avec des conflits d'intérêts notoires qui doivent être gérés. En outre, les notes jouent un rôle croissant sur les marchés financiers, à mesure que les instruments financiers se complexifient et deviennent plus difficiles à comprendre pour les investisseurs. De façon plus générale, elles remplissent également des fonctions importantes dans les activités du secteur public.

Certains mécanismes naturels d'autocorrection du marché sont à l'œuvre, ce qui devrait garantir que les agences de notation continuent d'améliorer leurs processus. Si la réputation représente un obstacle à l'entrée dans l'industrie, elle incite aussi à l'amélioration constante des méthodes de notation. La récente turbulence des marchés des produits financiers structurés servira indéniablement de mesure du stress utile aux agences pour calibrer leurs outils d'analyse à l'avenir et pourrait amener les investisseurs à exiger une transparence accrue sur ces marchés afin d'être mieux en mesure de gérer leur exposition au risque de crédit. De plus, le rôle des agences de notation dans la mise au point de nouveaux produits structurés est susceptible d'augmenter leur exposition au risque juridique, ce qui les rend plus responsables légalement de la qualité des notes qu'elles attribuent.

D'autres mesures pourraient néanmoins être prises pour renforcer la discipline de marché au sein de l'industrie de la notation. Par exemple, le processus de notation aurait beaucoup à gagner d'une transparence accrue, de sorte que les investisseurs soient plus aptes à évaluer les notes d'un œil critique. Les meilleures solutions naîtront sans doute du dialogue qui s'engagera entre les agences et leurs partenaires; il est peu probable que les organismes de réglementation disposent d'un avantage comparatif leur permettant d'imposer leurs solutions. Ceux-ci pourraient néanmoins jouer un rôle utile, en établissant ou en appuyant des normes minimales de communication qui serviraient de fondement à un dialogue entre investisseurs et émetteurs, et aboutiraient éventuellement à un accord sur les pratiques exemplaires établies par l'industrie ou

à un code de conduite. Les initiatives telles que l'évaluation effectuée par le CERVM de la conformité des agences de notation avec le code OICV pourraient se révéler des moyens utiles de maintenir la pression publique sur les agences pour qu'elles continuent d'améliorer la gestion des conflits d'intérêts dans l'industrie. Il y aurait peut-être lieu de réexaminer le rôle joué par les agences et les notes dans les diverses lois, réglementations et activités du secteur public. La reconnaissance officielle de certaines agences de notation en particulier a pu malencontreusement ajouter aux obstacles à l'entrée dans l'industrie. Elle a pu également encourager certains investisseurs à se servir de façon inopportune des notes comme mesure statistique sommaire du risque.

Quoi qu'il en soit, ce sont les investisseurs qui, en dernière analyse, doivent assumer la responsabilité de la gestion du risque de crédit associé à leurs portefeuilles. Si les instruments complexes tels que les produits structurés accroissent les avantages que peut procurer l'utilisation des notes, les investisseurs ne doivent pas perdre de vue que l'on peut déléguer certaines tâches mais pas sa responsabilité. Le recours proposé à une échelle de notation différente pour évaluer les produits structurés pourrait se révéler utile, dans la mesure où il encouragerait les investisseurs à y réfléchir à deux fois avant d'en faire l'achat. Néanmoins, ceux-ci doivent tout de même comprendre les produits dans lesquels ils investissent, afin de pouvoir porter un regard critique sur les opinions exprimées par les agences de notation en matière de crédit.

Bibliographie

- Ammer, J., et N. Clinton (2004). *Good News Is No News? The Impact of Credit Rating Changes on the Pricing of Asset-Backed Securities*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 2004-809.
- Banque d'Angleterre (2007). « Mitigating Risks to the UK Financial System: Weaknesses in Credit Risk Assessment », *Financial Stability Report*, octobre, p. 54-55.
- Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (2006). *CESR's Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code*, n° CESR/06-545. Document accessible à l'adresse www.cesr-eu.org/data/document/06_545.pdf.

- Comité sur le système financier mondial (2005). *The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications*, Bâle, Banque des Règlements Internationaux.
- Covitz, D. M., et P. Harrison (2003). *Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2003-68.
- Moody's Investors Service (2007). *Credit Migration of CDO Notes, 1996–2006, for US and European Transactions*, coll. « Structured Finance Special Reports », 28 février.
- Organisation internationale des commissions de valeurs. Comité technique (2007). *Review of Implementation of the IOSCO Fundamentals of a Code of Conduct for Credit Rating Agencies: Consultation Report*, février. Document accessible à l'adresse www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD233.pdf.
- Partnoy, F. (2006). « How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers », dans *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, sous la direction de Y. Fuchita et R. E. Lian, Brookings Institution Press et Nomura Institute of Capital Markets Research.
- Pollock, A. J. (2005). « End the Government-Sponsored Cartel in Credit Ratings », *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, janvier.