

Cahiers du LEAD
N° 2009-2

**LES FONDEMENTS DE L'ÉVALUATION PRIVÉE :
BÂLE II À L'ÉPREUVE DES FAITS**

SYLVIE TACCOLA-LAPIERRE, NICOLAS HUCHET

LEAD
Université du Sud Toulon-Var
Faculté de Sciences Economiques et de Gestion
B.P. 20 132 - 83 957 La Garde Cedex
Maurice Catin : Tél : 04.94.14.25.46. Fax : 04.94.14.20.52. Mail : catin@univ-tln.fr
Philippe Gilles : Tél : 04.94.14.28.50. Fax : 04.94.14.20.52. Mail : ph.gilles@univ-tln.fr
Site : <http://lead.univ-tln.fr/>

Les fondements de l'évaluation privée :

Bâle II à l'épreuve des faits

TACCOLA-LAPIERRE Sylvie¹

HUCHET Nicolas²

Résumé : Au-delà de la multiplicité des dysfonctionnements mis en évidence par la crise financière récente, l'évaluation privée est au cœur de la gouvernance bancaire et du fonctionnement des marchés. A travers une étude descriptive, nous tentons de montrer qu'elle souffre d'insuffisances repérables à l'intérieur et à l'extérieur des banques. Il s'agit, respectivement, d'améliorer les procédures d'autocontrôle mises en œuvre par les banques (le contrôle interne), et l'évaluation externe assurée par les agences de notation (non contrôlée *a posteriori*). Ce dénominateur commun illustre également l'importance de confronter les réflexions des gestionnaires et des économistes pour améliorer la régulation bancaire.

¹ Taccola Lapierre, sylvie.taccola@univ-tln.fr, PAST, Université du Sud, Toulon-Var.

² Huchet Nicolas, huchet@univ-tln.fr, LEAD, Université du Sud, Toulon-Var.

Les fondements de l'évaluation privée :

Bâle II à l'épreuve des faits

I. Introduction

Dans un contexte de forte concurrence internationale, les banques doivent dégager une rentabilité élevée. Les innovations financières le leur permettent, au risque d'une instabilité accrue : les dispositifs prudentiels nationaux sont alors complétés par une régulation internationale. Le nouvel Accord de Bâle vise à favoriser une bonne gouvernance bancaire et à rendre la concurrence plus équitable, tout en renforçant la solidité du système dans son ensemble. Le comité de Bâle privilégie la piste des codes de conduite : non obligatoires, ils résultent d'initiatives publiques et peuvent devenir de véritables standards s'ils sont validés par les professionnels du secteur, comme en 2004 pour les agences de notation, avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

Avec le dispositif prudentiel Bâle II et notamment le premier pilier (normes de fonds propres), la régulation bancaire privée implique d'abord le développement de modèles internes pour calculer les risques et les exigences en fonds propres. Initialement limités aux risques de marché, ces modèles sont désormais applicables au risque de crédit et au risque opérationnel. Ainsi, l'autocontrôle devient un principe prudentiel à part entière, complété par le deuxième pilier (surveillance prudentielle), et qui participe du troisième (transparence).

Toujours selon le premier pilier, l'introduction d'acteurs privés dans la réglementation prudentielle concerne aussi le recours aux évaluations externes dans le calcul des risques de crédit, pour les établissements n'ayant pas accès aux méthodes plus sophistiquées. Les agences de notation sont ainsi devenues un maillon important de la régulation bancaire, susceptible de réduire les asymétries, conformément au pilier trois.

Dans les débats officiels qui ont suivi la crise contemporaine, même si l'application des Accords de Bâle II était récente, ce mode d'évaluation des risques par les acteurs privés n'a pas été remis en question. L'internationalisation des activités consacre le rôle crucial de l'information et de la mesure des risques, or ces informations, parfois relayées par les agences de notation, déterminent les mouvements de capitaux, soit un effet potentiellement déstabilisant. Avant la crise, les procédures de contrôle interne n'ont-elles pas été appliquées ? Ou ont-elles été insuffisantes ? Dans le premier cas, il

s'agit d'un problème de gouvernance, dans le second, c'est la certification des procédures par le Régulateur qui fait défaut. Dans les deux cas, l'absence de réforme rend possible une reproduction des dysfonctionnements, et les défaillances de contrôle interne devraient également être repérables au niveau du *rating* prudentiel (non diffusé) et de l'évaluation par les agences de notation.

La question se pose donc de chercher à savoir si les systèmes d'évaluation n'ont pas une part de responsabilité dans la crise. Une telle assertion peut remettre en question des fondements de la régulation bancaire contemporaine. En effet, les systèmes d'évaluation mis en place aux deux niveaux (autoévaluation, évaluation externe), qui présentent des risques de dysfonctionnement, sont liés à l'hypothèse de marchés efficients. Plihon (2001) montre que la réglementation bancaire dépend de la représentation théorique que l'on retient à propos de la finance. Sous l'hypothèse de marchés efficients, une bonne supervision consiste à favoriser la discipline de marché et à améliorer la transparence informationnelle, au détriment d'une régulation publique génératrice de risque moral. *A contrario*, sous l'hypothèse de marchés imparfaits (voire intrinsèquement instables), le cadre réglementaire et le contrôle par les superviseurs doivent être renforcés, en sus de la discipline de marché. Mais l'imperfection des marchés n'implique pas la supériorité d'une régulation d'ordre public.

Nous proposons de réexaminer la gouvernance des banques et des marchés sous l'angle singulier de l'évaluation des risques. Cette mesure étant normée, il s'agit de mettre en perspective les fondements du contrôle interne et de la production de notes par les agences, avec la fiabilité des informations véhiculées mais aussi leur impact sur la stabilité financière. En effet, la transparence est un objectif pour des entités ou des marchés opaques ; au-delà d'un certain seuil, elle participe aussi d'une accélération du rythme de diffusion des informations pouvant générer de l'instabilité : nous montrons ainsi le rôle potentiellement déstabilisant des agences de *rating*. De plus, la transparence est nécessaire uniquement lorsque les informations sont fiables : nous montrons alors le biais qui menace les évaluations en interne, dès lors que l'indépendance des contrôleurs internes n'est pas assurée.

Suivant cette approche, soit les risques sont minimes et les responsabilités dans la crise actuelle sont négligeables, soit l'évaluation doit être repensée ; dans ce cas, soit il est possible d'améliorer l'existant, soit il est nécessaire de réviser en profondeur cette dimension de la régulation bancaire.

Après une présentation du contexte dans lequel les banques opèrent (II), nous étudions les procédures consécutives à l'information produite grâce aux méthodes d'évaluation des risques (III). Il s'agit d'abord d'observer les limites du contrôle interne (III.1). Dans la mesure où l'évaluation privée est mise en question, la section (III.2) observe l'impact des agences de notation sur la stabilité financière et la gouvernance bancaire. La partie (IV) a donc pour objectif de déterminer s'il faut continuer à améliorer les pratiques existantes, ou s'il faut repenser les hypothèses qui les sous-tendent. Dans une

conclusion (V), on insistera sur les résultats de cette étude, qui allie une problématique de gestion (gouvernance bancaire) et d'économie (stabilité financière).

II. L'environnement réglementaire

La régulation bancaire procède de réglementation et de supervision, mais aussi d'incitations basées sur la discipline de marché. A la fin des années 1990, la prise de conscience de l'inadaptation du système prudentiel, notamment le système de contrôle quantitatif (par le ratio Cooke, coefficient de fonds propres ajusté des risques), largement contourné par les banques, débouche sur le Forum de stabilité financière (FSF) et sur l'adoption de propositions émanant du Comité de Bâle, chargé de la régulation et la supervision des établissements financiers. L'avancée participe aussi d'une transparence accrue sur la situation des banques, incitées à diffuser des informations propres sous forme standardisée, et sous peine de sanction immédiate par le marché. Une harmonisation de la gestion des techniques financières et des pratiques de bonne gouvernance doit globalement réduire le risque d'instabilité.

Malgré la récente entrée en application du dispositif Bâle II, des limites sont déjà soulevées. Ainsi, ce ratio prévoit une prise en compte insuffisante des risques de marché, si l'on observe les pertes enregistrées lors des crises, justifiant des propositions de réformes en liaison avec la VaR, méthode d'évaluation pour mieux appréhender le risque financier. De même il doit être complété, par des progrès au niveau de l'assurance des dépôts, ou par une meilleure prise en compte du risque de liquidité (Bâle, 2008). Enfin, il présente un biais procyclique, lié aux modèles d'évaluation du risque de crédit, dans la mesure où l'application stricte des normes de fonds propres au moment où une économie entre en récession amène mécaniquement les banques à réduire les crédits : un « déstabilisateur automatique » (Stiglitz, 2002). Ces limites peuvent être relativisées : pour éviter le renforcement de la procyclicité du crédit par la réglementation prudentielle, il est possible d'indexer les ratios prudentiels sur les marges bancaires ; plus généralement, un provisionnement dynamique peut améliorer la régulation bancaire³.

Mais les Accords de Bâle II ne se limitent pas au provisionnement et à la capitalisation. Ils facilitent la lisibilité et la comparabilité des informations, par une évaluation interne pour les entités crédibles et/ou externe *via* des agences spécialisées de *rating*. Si les modèles de notation interne ou les agences de notation privées peuvent également avoir une incidence procyclique, le spectre des dysfonctionnements possibles est bien plus large, puisque la stabilité financière est mise en péril sans que les risques pris ne soient systématiquement la conséquence d'une mauvaise gestion de leurs

³ Bien qu'un tel mécanisme soit conforme au nouvel Accord de Bâle (adopté le 26 juin 2004), selon lequel les pertes inattendues ont vocation à être couvertes par les fonds propres et celles attendues par des provisions, il est interdit par les nouvelles normes comptables internationales (*International Financing Reporting Standards*).

activités par les banques. Le schéma 1 met en évidence les étapes clé du traitement de l'information financière qui nous intéressent ici :

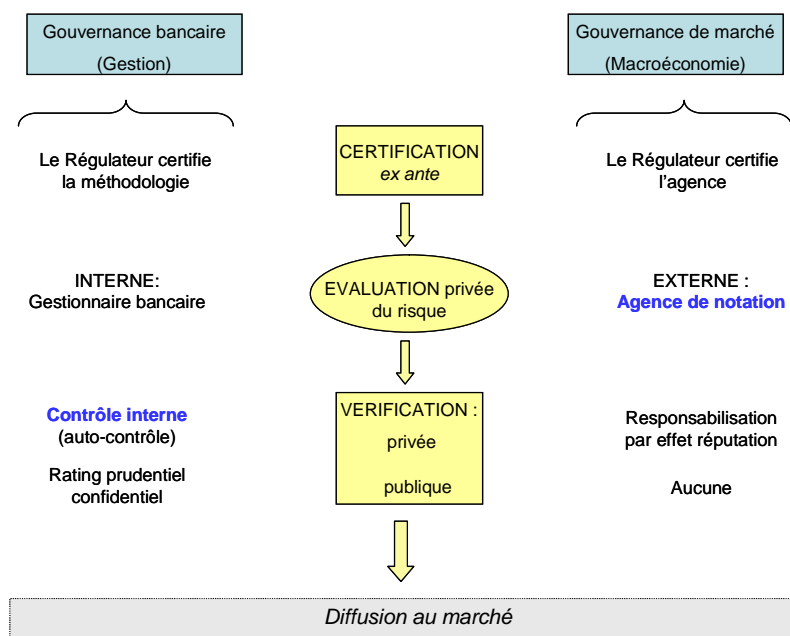


Schéma 1. Le traitement interne et externe de l'information produite par les banques

Le contrôle interne et l'évaluation externe incluent une composante publique : la validation par les Autorités. Les modèles internes sont certifiés, les risques mesurés puis provisionnés. Si la méthodologie des agences de notation reste secrète, celles-ci sont également certifiées par le Régulateur. Le *trader*, l'ingénieur financier et/ou le gestionnaire bancaires peuvent trouver leurs limites face à la complexité des modèles et des techniques auxquels ils recourent. En outre, la mission du contrôleur bancaire peut être difficilement conciliable avec son statut d'employé de banque. Quant à la fonction d'une agence de *rating*, elle peut entrer en conflit avec l'objectif de stabilité bancaire et financière, et renforcer les phénomènes de mimétisme.

Les évaluations peuvent être déstabilisantes car elles émanent du secteur privé, caractérisé par sa myopie, alors que la stabilité financière est un bien public. Il ne s'agit pas d'un procès d'intention : il est question de la possibilité d'obtenir l'effet escompté étant données les règles du jeu. L'étude simultanée du contrôle interne et de l'évaluation externe est d'autant plus légitime que les deux sont étroitement imbriquées dans la chaîne de contrôle des risques et de divulgation des informations.

III. L'information dans la gouvernance bancaire et des marchés

III.1 Le contrôle interne

La notion de contrôle renvoie aussi bien à la maîtrise d'un processus qu'à sa vérification. Le contrôle interne, inscrit dans le contrôle des comportements et des actions, est défini par Petitjean (2001) dans sa typologie des différents courants de littérature en contrôle organisationnel. Si l'organisation est considérée comme un ensemble de relations contractuelles, alors le contrôle interne constitue un moyen pour les différents acteurs de l'entreprise de s'assurer de la bonne exécution de ces contrats : c'est parce que les comportements des individus sont potentiellement intéressés qu'il faut mettre en place de systèmes de surveillance (Monin, Wirtz, 2008). Longtemps assimilé dans l'entreprise à l'autorité, la contrainte voire la sanction, le contrôle interne est perçu à partir des années 1990 comme un moyen de maîtriser l'ensemble des activités de l'organisation.

Le contrôle interne : fondement de la gouvernance bancaire

Dans l'industrie bancaire, le contrôle interne constitue un moyen de concilier atteinte des objectifs et maîtrise des risques, favorisant la stabilité globale du système financier. Piloté par la direction d'un établissement, il est étroitement lié à la gouvernance, atypique dans la banque. En effet, les problèmes d'agence y sont complexes (Alexandre, Bouaiss, 2008), avec la présence d'un nouvel acteur : les Autorités de régulation.

L'audit et le contrôle ne constituent pas une fin en soi mais contribuent à la mise en œuvre d'une bonne gouvernance. Ainsi, le champ de cette gouvernance n'est pas restreint à la réduction du conflit potentiel entre dirigeants et actionnaires mais intègre « l'ensemble des mécanismes qui contribuent à aligner la réalité du fonctionnement d'une organisation sur les objectifs qui lui sont assignés » (Pigé, 2008, p. 7). Ces mécanismes sont contractuels, car il s'agit de vérifier que les contrats passés entre les membres de l'organisation sont correctement exécutés. Ils sont aussi institutionnels, puisque la réglementation définit ici l'architecture des contrôles. Enfin, la dimension réputationnelle, difficile à appréhender, revêt une importance capitale dans le cas de l'industrie bancaire. La direction ne saurait se contenter de prévoir et mettre en œuvre des mécanismes de contrôle mais doit aussi respecter une certaine éthique, instaurer un climat de confiance et une véritable culture du contrôle. Les Autorités de régulation avaient déjà accordé une place prépondérante au contrôle interne avant la mise en œuvre de la réforme Bâle II. Le contrôle interne bancaire repose sur des principes d'indépendance, d'universalité, d'impartialité, et d'adéquation des moyens à la taille de l'entreprise.

Ses finalités sont multiples: contribuer à l'atteinte d'objectifs de rentabilité à long terme, assurer la fiabilité de la communication en interne comme en externe, garantir le respect des obligations réglementaires, éviter les pertes imprévues et limiter le risque d'atteinte à la réputation de l'établissement.

En France, le règlement n° 97-02 modifié du Comité de la Réglementation Bancaire fixe les modalités du contrôle interne et son champ d'application. Le texte de référence n'impose aucune organisation spécifique mais dicte un certain nombre de principes, innovants au niveau de l'introduction du risque de non conformité⁴ et de la distinction introduite entre contrôle permanent et contrôle périodique.

L'idée maîtresse du nouveau dispositif est la responsabilisation des équipes opérationnelles par rapport aux risques qu'elles peuvent générer et qu'elles sont censées évaluer. L'implication de ces équipes est la clé de voûte du système de contrôle permanent, grâce à des dispositions mises en œuvre en continu pour garantir la conformité, la validité et la sécurité des opérations réalisées. Cette implication permet d'éviter que le contrôle ne soit qu'une affaire de spécialistes dédiée à une structure *ad hoc*, déresponsabilisant ainsi les unités opérationnelles.

L'autoévaluation permet ainsi le transfert d'un savoir faire de l'audit vers l'opérationnel, évitant la mise en place d'une fonction d'audit trop lourde et mal perçue par les opérationnels. Les opérationnels deviennent responsables de leurs propres contrôles et l'attestent sur une base déclarative. L'autoévaluation permet aussi de conforter la hiérarchie dans la complétude des contrôles. Nous verrons que ce principe impose un contrôle interne (et externe, *via* le Régulateur, dans le cas de l'industrie bancaire) de second et de troisième niveau.

La Banque des règlements internationaux (BIS, 1998) a relevé des cas de défaillances multiples de contrôles internes : culture du contrôle insuffisante, systèmes d'évaluation et de reconnaissance des risques inopérants, non respect du principe de la séparation des tâches entre unités opérationnelles et unités en charge des contrôles, inefficacité des services d'audit, surveillance du système de contrôle interne insuffisante. Ces défaillances restent d'actualité, ainsi qu'en témoignent les scandales financiers liés à la crise du subprime ou aux déboires de la Société Générale.

Les limites du contrôle interne

La *dimension culturelle* du contrôle interne ne peut être négligée : une véritable culture du contrôle doit être instaurée par les instances dirigeantes. En effet, un contrôle informel amène les acteurs à interpréter les mêmes faits de manière différente. Il peut alors exister un décalage entre les procédures en vigueur et les procédures réellement appliquées : à côté des processus traditionnels du contrôle existent d'autres mécanismes correspondant aux processus de socialisation des individus. La légitimité du contrôle visible dépend alors de sa cohérence avec le contrôle informel (Bouquin, 2000) et de la confiance des acteurs, qui assure leur adhésion aux principes du système de contrôle.

⁴ Le risque de non conformité se définit comme « le risque de sanction judiciaire, administrative ou disciplinaire, de perte financière significative ou d'atteinte à la réputation, qui naît du non respect de dispositions propres aux activités bancaires et financières, qu'elles soient de nature législatives ou réglementaires, ou qu'il s'agisse de normes professionnelles et déontologiques, ou d'instruction de l'organe exécutif prises notamment en application des orientations de l'organe délibérant » (article 4).

Par ailleurs, la question des *conflits d'intérêt* doit aussi être posée. Au delà de ceux qui caractérisent la relation actionnaires – dirigeants, se pose la question du biais comportemental (Charreaux, 2004) au cœur de la relation de crédit, pouvant conduire à des comportements déviants. La transgression des règles risque alors de faire dévier le fonctionnement de l'organisation de ses objectifs productifs et stratégiques. Si certaines transgressions ont pour but de faire évoluer les règles et peuvent s'avérer positives pour l'organisation (Babeau, Chanlat, 2008), dans le cas de l'industrie bancaire, elles peuvent s'avérer dangereuses en raison du risque systémique. En outre, face à la forte réglementation pesant sur le secteur bancaire, l'évolution des règles ne peut pas être la résultante d'actes isolés.

La question des conflits d'intérêts se pose aussi dans la mise en œuvre de la stratégie de l'entreprise et dans les intérêts antagonistes existant entre les équipes opérationnelles et les unités en charge de la mise en œuvre de la politique des risques et de son contrôle. Le gouvernement d'entreprise se doit de dissocier hiérarchiquement et fonctionnellement les métiers opérationnels des contrôleurs ou des directions des risques. Rendre une division des risques hiérarchiquement indépendante des divisions opérationnelles permet aussi de minimiser les luttes de pouvoir entre les services en charge du développement (donc de la rentabilité) et ceux chargés du contrôle des risques.

Face à la complexité des opérations et à la sophistication des produits, confier une partie du contrôle aux opérationnels peut s'avérer dangereux, *a fortiori* dans les fonctions commerciales, où la culture du résultat à court terme est souvent la règle, voire dans des fonctions où les rémunérations comportent d'importants bonus (ie *trader*). Les contrôles peuvent être négligés, voire contournés au détriment de l'atteinte d'objectifs de rentabilité, c'est pourquoi les contrôles permanents de deuxième niveau (sous la responsabilité des directions-métiers) et les contrôles périodiques (confiés à l'inspection générale, indépendante) s'avèrent indispensables. Ainsi, une évaluation du premier niveau du contrôle interne s'impose car trois types de défaillances peuvent survenir (Pigé, 2008) :

- le contrôle interne n'est pas infallible car il repose sur le jugement humain et, partant, peut souffrir d'erreurs ou d'incompréhensions ;
- les contrôles peuvent être circonvenus par la collusion de personnes internes ou externes à l'entreprise ;
- le management peut choisir de limiter les contrôles pour des raisons de coût de mise en œuvre ou de ralentissement des processus.

Dans la mesure où la crise du subprime a révélé une sous-estimation massive de certains risques et une difficulté de compréhension des produits complexes, la question de l'évaluation interne doit être posée au niveau des établissements de crédit mais aussi des régulateurs.

III.2 Les notations externes et la gouvernance des marchés

Face à la nécessité, pour les opérateurs, de prendre des décisions rapides selon des évaluations du risque que le seul rendement exigé ne donne pas, une mesure globale du risque s'est développée sous forme de notes. Les agences de notation assurent ce service et permettent de réaliser des économies d'échelle au niveau de la collecte et de l'analyse des informations. En outre, puisqu'il reconnaît leur capacité à émettre un avis sur le risque de défaut d'une contrepartie, le nouvel Accord introduit l'analyse d'agences de *rating* dans le calcul du ratio de solvabilité. Les évaluateurs externes n'ont pas vocation à constituer la pièce maîtresse du dispositif, mais interviennent à titre transitoire ou comme soutien technique auprès des établissements ne pouvant pas accéder aux méthodes sophistiquées, dans le cadre de l'approche dite standardisée. *In fine*, la confiance simultanément accordée aux agences par le marché et par les Autorités prudentielles, dans un contexte de complexification des produits, a fait exploser l'usage des *ratings*. Cette évolution suscite des interrogations sur leur contrôle, leur impartialité et leur méthodologie de calcul.

Agences de *rating* : réduction des asymétries vs facteur d'instabilité

Souvent, les marchés réagissent peu aux changements de note car les agences ne détiennent pas d'informations importantes qui ne soient déjà dans le domaine public : les marchés anticipent les révisions, surtout lorsqu'il s'agit d'un déclassement. Cependant, depuis le 23 octobre 2000, même si la loi américaine interdit aux compagnies américaines de favoriser des professionnels de l'investissement au détriment d'autres, il y a des exceptions, comme la possibilité de fournir des informations exclusives à des agences d'évaluation de crédit. Cet avantage informationnel est repérable *via* l'augmentation de la sensibilité des marchés aux changements de notes immédiatement après la *fair disclosure*. Cette sensibilité est observable à travers les *perspectives* qui caractérisent l'évolution probable des notes : elles sont susceptibles d'être révisées en premier, pourtant les marchés réagissent aux changements de perspectives autant qu'aux révisions de note, soit une volatilité accrue.

Ainsi, la plupart des fonds ont des règles de gestion incluant des niveaux de *rating* minimum : les valeurs d'option sont matérialisées par des contrats, de sorte que toute dégradation d'une note peut générer un mouvement massif de vente qui dépasse l'analyse du couple rendement-risque. Cet accroissement de la volatilité est problématique s'il est couplé à un défaut de pouvoir prédictif (Artus & al., 2008). Ainsi, sans avoir anticipé la crise, les banques ont accentué la panique lors de son déclenchement, *via* un mouvement historique de baisse des notes dans tout le secteur. De manière illustrative, le 10 septembre 2008, Moody's qualifie d'*incertaine* la note de la banque d'investissement Lehman Brothers, en proie à une crise de confiance. Contrairement à Bear Stearns, sauvée quelques mois plus tôt par JP Morgan (à qui la Fed a prêté 29 milliards de dollars), Lehman dispose de liquidités puisqu'elle bénéficie d'une fenêtre de financement ouverte depuis trois mois pour les banques d'investissement, et prolongée jusque fin 2008. Le cours du titre étant déjà baissier, cette annonce précipite une chute boursière de 42% en un jour, et la banque d'affaires est placée sous la

protection de la loi sur les faillites le 15 septembre. S'il appartenait aux dirigeants de rassurer les investisseurs quant à la valeur du titre (leur capacité à assainir le bilan de la banque en réduisant la part de produits titrisés du secteur immobilier), il reste que ce processus de précarisation peut expliquer les comportements excessivement court-termistes des banquiers, dès lors que la conjoncture le leur permet.

D'un côté, il n'y a pas d'inadéquation entre les techniques retenues et la fonction de stabilisation financière, puisque les agences observent une progressivité de leurs systèmes de cotation censée rompre avec la brutalité des basculements massifs d'anticipations. De l'autre, les crises de *rating*, définies comme des baisses de notes brutales et non anticipées, sont devenues fréquentes : avant la crise du subprime, Moody's (2007) en décèle une tous les trois ans en moyenne, depuis les vingt dernières années, qu'il soit question de pays ou d'établissements individuels.

L'origine des dysfonctionnements

Des biais perturbent systématiquement la représentativité d'un *rating* : un émetteur ne demande une notation que s'il estime avoir la note suffisante (les évaluations de crédit sont moins favorables lorsqu'elles ne sont pas sollicitées). Il est aussi plus facile de dégrader un émetteur que l'inverse, une asymétrie imputable aux notations élevées à l'émission (Lubochinsky, 2002). Ensuite, la motivation des changements de notes peut être questionnée : il s'agit souvent d'un événement, qu'il vienne de l'émetteur (préparation d'une nouvelle émission) ou de l'environnement, mais en moyenne, une entité est réévaluée une fois par an. Face à l'idée d'instaurer un calendrier prévisionnel de révision des notes, les agences mettent en avant leur droit à la subjectivité, justifié par leur institutionnalisation ; elles ne définissent pas *ex ante* quelle variable influence la note, pour éviter que les entités fragilisées ne concentrent leurs efforts que sur cette variable. Un autre dysfonctionnement peut être mis en avant.

En effet, les agences privées spécialisées présentent un risque de conflit d'intérêt, puisqu'elles ont des objectifs de profit et rendent des comptes à des actionnaires (susceptibles d'être positionnés sur les firmes évaluées). De même, elles exercent une activité de prestataires de services en complément de la notation publique⁵ : ces prestations, théoriquement séparées de l'évaluation des crédits, concernent notamment l'évaluation de projets stratégiques. L'indépendance et l'objectivité des agences par rapport à des émetteurs pouvant constituer des sources futures de revenus seraient alors assurées par l'incitation à maintenir leur réputation. Des systèmes de rémunération adaptés ou la mobilisation d'un comité composé de plusieurs spécialistes pour chaque évaluation doivent permettre de lutter contre l'influence des émetteurs. Cette logique, consistant à considérer les opinions des agences comme

⁵ Avec l'incorporation de *ratings* privés dans le ratio de solvabilité, le risque de conflit d'intérêt concerne aussi les entreprises non financières emprunteuses, pouvant exercer des pressions sur l'agence de *rating* : une entreprise cherchera à obtenir une bonne notation pour diminuer ses charges d'emprunts, en raison de l'incidence de la notation sur la charge en capital pour la banque, cette dernière répercutant une partie du coût de la charge en fonds propres supplémentaires sur le taux du crédit octroyé.

désintéressées, explique quelles ne soient pas supervisées, ni même responsables de leurs performances. La seule notion d'*opinion*, essentielle en droit américain (Partnoy, 2006), les protège quant à l'impact des informations qu'elles fournissent, puisqu'il n'est pas question de prévenir d'éventuels défauts mais d'évaluer des dettes et la probabilité de recouvrement qui les caractérise à un moment donné. Malgré le risque de conflit d'intérêt entre services commerciaux et services d'analyse financière, patent dans la relation avec les banques d'investissement fortement impliquées dans le financement structuré, les responsabilités des agences sont diluées à côté d'autres facteurs, comme la crédulité des investisseurs ou l'information qui leur est fournie (Coval & al., 2009).

D'où la question de la méthodologie retenue : le Rapport du FSF, rendu le 7 avril 2008, souligne des faiblesses au niveau des modèles et des méthodologies, au niveau de la surveillance des collatéraux relatifs aux titres évalués, et au niveau de la transparence, dès lors qu'il est question de produits structurés : ainsi, non seulement les problèmes apparaissent tout au long du processus de notation, mais ils sont renforcés de manière structurelle par la sophistication financière. La titrisation dépend de la certification de la qualité des activités antérieures par les agences de *rating* (et les rehausseurs de crédits), elle implique un rôle de conseil dans la structuration des crédits incompatible avec l'activité de notation. En outre, elle correspond à un transfert de risque qui mène, paradoxalement, à une surexposition au risque⁶. Durant l'été 2008, les trois grandes agences de notation ont été accusées par la *Securities of Exchange Commission* (SEC) d'avoir contribué à la crise en ayant donné des notes trop élevées à des produits structurés.

Autour du flou laissé par la liberté de choix de leur méthodologie, le FSF et la SEC centrent le problème sur le conflit d'intérêt, auquel essayait déjà de répondre le *Rating Act*. Ce risque est renforcé par la structure très concentrée du marché : l'offre de *ratings* sur les émetteurs de dette est monopolisée par Moody's Investors Service et Standard & Poor's (un quasi duopole privé : Fitch ratings est une agence européenne plus récente). Face aux risques de lobbying, le débat a été articulé autour de la notion de certification : aux Etats-Unis, la *Credit rating agency reform* met fin au principe d'autorégulation sans entraves ; les agences de notation sont labellisées par la SEC, suivant un cadre réglementaire révisé en 2006. Depuis, le nombre de ces *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO) a doublé (mais le marché reste oligopolistique).

⁶ De nouveaux risques naissent de cette connivence entre évaluation et titrisation. La banque prêteuse réalise des économies sur la surveillance des emprunteurs : dès lors qu'elle est aussi émettrice, elle peut rapidement se débarrasser des risques afférents à ces prêts. Ainsi, elle libère du capital, afin d'octroyer de nouveaux prêts à des emprunteurs dont la qualité se détériore. Malgré le besoin d'élargir la supervision à toutes les entités recourant aux pratiques de titrisation, ce sont bien les notes rassurantes fournies par les agences qui ont permis de recourir à des leviers excessifs (les banques ont pu s'endetter alors même que leurs propres actionnaires n'engageaient pas leurs fonds propres fonds).

En outre, en juin 2007, le *Rating Agency Reform Act* interdit expressément à la SEC de tenter de réguler la substance, les procédures ou les méthodologies inhérentes aux évaluations⁷. En mai 2008, le code de conduite de l'OICV est révisé pour renforcer l'intégrité des *ratings* et l'indépendance des agences, et limiter les conflits d'intérêt. Ce triple objectif, explicitement visé dans l'Eurosystem, aboutit à un renforcement du principe d'autorégulation (ECB, 2009). Partant, le 23 avril 2009, les eurodéputés ont aussi adopté une législation destinée à mieux encadrer l'activité des agences de notation : S&P's, Moody's et Fitch devront s'enregistrer auprès du *Committee of European Securities Regulators* (CESR), chargé de recevoir les demandes d'enregistrement, et pourront même perdre leur agrément si elles contreviennent à une série de nouvelles règles (procédures *ex post* : *back-testing*). Une rotation des personnels sera mise en place ; les investisseurs utiliseront des notes attribuées dans des pays tiers à condition qu'elles aient été certifiées équivalentes aux notations européennes.

Conformément à notre problématique, les questionnements relatifs à la stabilité financière et à la gouvernance des marchés concernent moins la volonté des agences de régir les marchés tout en exerçant un impact stabilisateur, que la possibilité qu'elles ont de le faire eu égard au statut qui leur est réservé. Cette ambiguïté se retrouve à un autre niveau de la régulation bancaire, avec l'inclusion des notations externes dans la supervision réglementaire (pilier 1 du ratio Mac Donough) : ce nouveau champ d'action est susceptible de modifier la nature de leur activité, qui consiste à fournir un avis indépendant pour les investisseurs et non à constituer un maillon dans la chaîne du contrôle bancaire. A la lumière des dysfonctionnements évoqués, nous discutons ci-après les réformes envisagées.

IV. Fondements théoriques et améliorations envisagées

Les établissements bancaires doivent renforcer leurs dispositifs de contrôle interne et organiser une gouvernance d'entreprise centrée sur une culture du contrôle. Une saine gestion se caractérise par une formulation claire des stratégies, une surveillance active par le conseil d'administration et la Direction générale mais aussi par une solide culture interne du risque et du respect des procédures. Par culture du contrôle, on entend l'ensemble des valeurs, attitudes, compétences et comportements qui déterminent l'engagement de l'entreprise envers la gestion et la reconnaissance des processus de contrôle. Il est aussi question de minimiser les conflits d'intérêts, soit la mise en avant du contrôle par adhésion à des valeurs communes, l'organisation étant ici appréhendée comme un système d'influence et comme un espace de coopération. Le contrôle s'exerce à la fois par les règlements et les procédures mais aussi par la culture et les facteurs de satisfaction des hommes qui composent l'organisation. Ainsi,

⁷ Cf. www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm. Pour la série de mesures approuvées par la SEC, le 3 décembre 2008, cf. www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm. Les NRSROs sont tenues de « retain certain records, to furnish certain financial reports to the SEC [...] and to disclose and manage conflicts of interest » (ECB, 2009), ce qui demeure vague, voire marginal.

cette approche culturelle compléterait les contrôles *a posteriori* en agissant en amont sur les individus, ie *via* les recrutements.

IV.1. Solutions au contrôle interne

Une direction qui accorde des promotions et gratifications aux personnes adoptant des comportements excessivement risqués s'expose à voir s'instaurer au sein de l'établissement un affaiblissement du contrôle interne. Si des dispositifs de motivation par la rémunération existent dans la quasi totalité des fonctions bancaires, ils ne doivent pas constituer une incitation supplémentaire à la prise de risque. L'actualité bancaire et financière a entraîné des réflexions sur les liens entre systèmes de rémunération et comportements individuels. Plusieurs pistes de réflexions sont évoquées, comme la distribution d'actions aux traders pour les intéresser à la santé financière de leur société sur le long terme, et lier leur rémunération aux pertes potentielles. En complément de la culture du contrôle, les efforts doivent être portés dans trois directions.

— La première priorité consiste à accentuer la compétence des personnels chargés du deuxième niveau de contrôle (contrôle permanent), c'est-à-dire de la vérification du premier niveau de contrôle (autocontrôle par les opérationnels), puis la compétence des personnels du troisième niveau. Les contrôles permanents (deuxième niveau) sont souvent confiés à une Direction des risques qui prend en charge la surveillance et la mesure des risques financiers, opérationnels et de contrepartie. Il apparaît peu efficace de confier ces évaluations à des contrôleurs internes généralistes. C'est le cas des hypothèses de modélisation pour les modèles internes de crédit, de la pertinence des *back-tests* périodiques sur ces mêmes modèles, ou de la conformité réglementaire des calculs paramétrés dans les systèmes et de la fiabilité des données (moteur de calcul Bâle II). Ces domaines requièrent des compétences spécifiques (connaissances statistiques ou de programmation informatique) dont les contrôleurs internes sont parfois dépourvus, et qui ne peuvent être exercées que par des membres des directions métiers (Castagnier, Tordjman, 2007).

Le contrôle périodique (troisième niveau) est confié à l'inspection générale qui exerce ses missions dans la plus stricte indépendance. Ce contrôle, distinct et indépendant des fonctions opérationnelles, est mis en œuvre par les départements d'audit interne pour chaque pôle d'activité. La fonction d'auditeur tend à évoluer vers une nécessaire spécialisation, le statut d'inspecteur généraliste ayant tendance à s'effacer au profit d'experts. En effet, compte tenu du niveau de technicité introduit par le nouveau dispositif dans les systèmes de contrôle, certains établissements ont dû s'appuyer sur des experts métiers afin de maîtriser tous les aspects essentiels du contrôle. Leur fonction requiert à la fois des compétences techniques et un respect du code de déontologie en vigueur. Dans l'industrie bancaire, le recrutement puis la formation continue constituent la pierre angulaire du dispositif de

contrôle, en raison de la complexité de certaines activités et de leur compréhension par un petit nombre de spécialistes.

— L'efficacité des systèmes de contrôle est subordonnée à leur indépendance et leur reconnaissance. La mutation dans l'exercice du contrôle que connaît l'industrie bancaire, avec les évolutions réglementaires, doit aussi passer par une transformation des mentalités. Après la mise en place de toutes les structures dédiées au contrôle, l'organe exécutif doit donner un véritable positionnement au contrôle interne, relayé par les équipes managériales. Les dispositions introduites par les Accords de Bâle II donnent à l'audit interne une occasion de renforcer son rôle, avec la fixation d'objectifs de maîtrise des risques ambitieux. En France, la réglementation impose que tous les établissements de crédit disposent d'un service d'audit indépendant des unités opérationnelles qui assure une évaluation de la qualité et du fonctionnement de leur dispositif de contrôle. Cette fonction, qui ne se confond pas avec les contrôles permanents, est strictement encadrée par la réglementation. Les auditeurs internes doivent être hiérarchiquement et fonctionnellement indépendants des activités qu'ils contrôlent. Leur indépendance à l'égard des managers, des personnes contrôlées ou des dirigeants constitue un principe de base. L'organisation du contrôle interne doit reposer sur une acceptation en interne d'une fonction de contrôle des risques indépendante des divisions opérationnelles et des enjeux de pouvoir afférents. Elle nécessite de la part de l'organe exécutif, une politique de risque clairement établie, une circulation de l'information, une délimitation des responsabilités, l'instauration d'une culture du contrôle et des mécanismes de suivi dans le cas de défaillances du contrôle permanent.

— La mise en œuvre d'une notation bancaire individualisée et spécifique du contrôle interne peut répondre aux insuffisances et aux risques constatés. Les outils de notation prudentielle représentent en effet un apport essentiel au contrôle bancaire dans la mesure où ils favorisent la mise en œuvre d'une supervision plus exhaustive, permanente, et normalisée. Le *rating* privé n'attribue pas de notation spécifique au contrôle interne et les notes publiées n'illustrent pas la stratégie de l'établissement. Contrairement aux agences privées, les Autorités de supervision ont accès aux informations confidentielles et mènent des contrôles sur pièces et sur site, dans le cadre d'inspections qui donnent lieu à plusieurs types d'indicateurs (systèmes d'alerte précoce). En plus, la notation est issue d'une analyse normalisée : contrairement aux agences privées, le Régulateur a élaboré un cadre méthodologique unique, et l'expertise humaine des différents contrôleurs bancaires suit ainsi un cadre d'analyse financière commun à tous. La notation repose à la fois sur des données publiques et confidentielles, soit une analyse plus complète et exhaustive. En France, avec la Commission Bancaire, le Régulateur évalue les dispositifs de contrôle interne. Mais ces notations restent confidentielles, en raison de l'impact potentiellement déstabilisant de leur diffusion. Nous plaidons pour la diffusion au

public des éléments liés à la qualité de la gouvernance. Contrairement aux ratios de capitalisation ou à la qualité des actifs, ceux-là ne sauraient alerter les marchés de façon déstabilisante.

IV.2 Solutions aux notations externes

En mars 2006, les agences ne font toujours pas l'objet d'une supervision et d'un *monitoring* de la part des Autorités de contrôle, puisque la Commission européenne se prononce en faveur du maintien du système composé par la Directive sur les services financiers et le système d'autorégulation promu par le Code de bonne conduite de l'OICV. Avec les réformes en cours, notamment dans l'Union européenne (UE), la seule forme de contrôle sera constituée par l'agrément donné par le Régulateur. Il est encore possible d'envisager le contrôle gouvernemental des agences de notation. Certains auteurs proposent qu'elles se financent par des systèmes d'abonnement, parallèlement à une ouverture du marché (de Boissieu, 2008) ; leur multiplication étendrait alors les *ratings* à d'autres populations que les grands emprunteurs *corporate*. D'autres préconisent un système où l'évaluation serait payée par l'investisseur et non l'émetteur, mais le risque de surévaluation des notes subsiste. Il est également possible de retirer les *ratings* des systèmes réglementaires, pour en limiter le recours systématique, ainsi que l'a préconisé le groupe d'experts indépendants présidé par Jacques De Larosière (dans le rapport sur la prévention des crises remis à Bruxelles en novembre 2004), ou au contraire de les interdire dans les contrats privés (Cantor et Mann, 2009). Mais avant tout, les agences de notation, qui estiment le risque mais ne prévoient pas sa réalisation, sont devenues expression d'un consensus en même temps que donneur d'ordre. Ce dilemme conforte le sentiment d'une incohérence entre le contenu informationnel et le besoin de coordination des opérateurs privés. Au-delà de la multiplicité des réformes envisageables, il nous semble que ces agences sont moins le problème que sa manifestation la plus évidente : elles cristallisent la défaillance de marché et le besoin de régulation publique des activités bancaires. Deux solutions se présentent.

— Cette analyse transpose les difficultés provoquées par les nouvelles normes comptables, qui constituent un *mieux* par rapport à la comptabilisation au coût historique, mais n'en restent pas moins déstabilisantes. Les banques constituant un véritable levier pour la mise en œuvre de projets innovants, indépendamment de l'évaluation des titres de dette et des *perspectives*, une mesure utile serait d'informer les investisseurs quant à la nature des activités qu'elles mènent. Cette évaluation complémentaire implique de recourir à un indicateur transparent, susceptible de mitiger les comportements observés en présence de notes uniques (et univoques) tout en définissant une incitation pour les banques à adopter des comportements stabilisants : des activités de microfinance ou le financement d'industries vertes correspondraient alors à une baisse de la note liée à la rentabilité, potentiellement compensée par un relèvement de cet indicateur. Dans le même temps, une telle mesure est de nature à relier le concept de croissance à celui, plus durable, de développement, donc de

moraliser le marché, conformément aux Objectifs du Millénaire pour le Développement et à la notion de responsabilité sociale. Ici, se présente l'occasion de révéler les pratiques, indépendamment de la capacité à honorer les dettes, face à l'émergence d'une demande de produits financiers éthiques. Concrètement, la production d'une note supplémentaire peut être conçue comme la contrepartie au privilège d'œuvrer sur un marché très concentré en tant qu'entité labellisée : alors, elle peut être gratuitement divulguée au public, explicitant le rôle central des agences dans la gouvernance des marchés financiers, en terme de réduction des asymétries.

— Le besoin de régulation publique renvoie aux externalités que peuvent présenter les activités bancaires, pouvant être aggravées par les mécanismes de la notation externe. Dans l'optique d'une régulation plus intrusive, il faut tenir compte du risque de dysfonctionnement bureaucratique : entre les deux, le curseur doit être lié à une cohérence globale. Il conviendrait de délaissé partiellement les objectifs microprudentiels axés sur les conflits d'intérêt, la transparence et la concurrence, en faveur d'une régulation macroprudentielle susceptible de répondre au risque systémique, incluant des *ratings-maps*, pour identifier les canaux par lesquels des baisses de note peuvent produire une crise systémique, puis des *stress-tests*, pour mesurer ces risques (Sy, 2009). Dès lors, les ratios de liquidité ou de capital pourraient être indexés sur les risques en question, soit une particularisation de la supervision cohérente avec la notion de responsabilisation des emprunteurs et avec le besoin d'introduire des formes de contracyclicité en période d'euphorie des affaires. Ici, les Autorités révèlent moins l'importance des agences dans la réduction des asymétries que leurs limites, rendues publiques par la diffusion des résultats des *stress-tests*. Si des acteurs privés évaluent d'autres acteurs privés, et si les Autorités publiques évaluent les risques nés des interactions existant dans la sphère privée, *in fine* la régulation est renforcée dans le sens d'une meilleure gouvernance des marchés, sans que ne soient remis en cause les principes d'autorégulation et de responsabilisation des acteurs.

Dans l'UE, la question de la structure adéquate trouve des éléments de réponse significatifs avec le CESR, association indépendante comparable à la SEC américaine puisqu'elle rassemble les autorités boursières des vingt-sept pays. Même si le pouvoir de l'association des régulateurs boursiers est limité (la décision juridiquement contraignante restant du ressort de l'autorité du pays où siège l'agence), elle centralise toutes les demandes d'agrément, avant de les rediriger vers les Autorités nationales (ie Autorité des Marchés Financiers), chargées de leur supervision. Prochainement, l'UE pourrait lui confier la supervision des agences de notation ; en 2010, l'organisation pourrait également être chargée de la régulation macroprudentielle : le collège serait doté de pouvoirs contraignants lui permettant de passer outre l'avis des régulateurs nationaux. Alors, le CESR aurait vocation à lutter contre le risque systémique, conformément au rapport remis par le groupe De Larosière.

Telle est, à nos yeux, un des enseignements de la crise du subprime : le « tout marché » est incompatible avec la préservation de biens publics comme la stabilité financière. Il renvoie à un problème d'autodétermination du système. Le « tout public » renvoie aux dysfonctionnements qui ont mené, justement, à la vague néolibérale impulsée dans les années 1980. Comme en témoigne le développement des partenariats public-privé, les complémentarités exploitables entre les deux sphères peuvent amener à repenser le fonctionnement des marchés, dans le sens d'une moralisation et d'une stabilisation.

Le schéma 2 tente de mettre en évidence les insuffisances des modes de gouvernance observés aux deux niveaux qui constituent notre objet, caractérisés par la même source de dysfonctionnement :

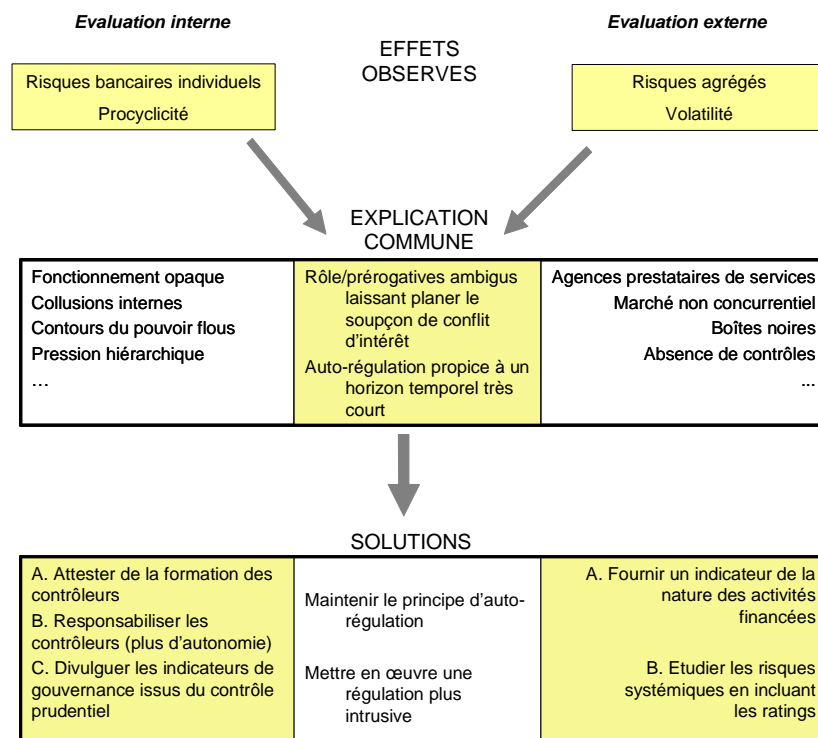


Schéma 2. Solutions préconisées sur la base de dysfonctionnements communs

V. Conclusion

En matière d'évaluation, les principes actuels de gouvernance des banques et des marchés ne sont pas à la hauteur des défis soulevés par l'innovation financière et le risque systémique. Malgré une indépendance affichée, les acteurs de l'autoévaluation et de l'évaluation externe présentent notamment des risques de conflit d'intérêt. Alors que la littérature a surtout mis en évidence l'importance de ces considérations pour les agences de *rating*, il semble que c'est à l'intérieur des banques, au niveau des départements de contrôle interne, que l'indépendance des évaluations doit être renforcée. Suivant cet objectif, il apparaît nécessaire de mettre en œuvre une évaluation externe de la qualité du contrôle

interne, intégrant des indicateurs de son indépendance. Ces évaluations peuvent être effectuées par les Autorités prudentielles, mais aussi par les agences de notation ; elles doivent être rapprochées, car il faut entendre les contrôleurs tout au long du cycle et non seulement en période de troubles. Le risque de défaillance du contrôle interne, même minimisé, subsistera.

Les enjeux liés aux agences de *rating* sont d'une autre nature. Elles sont à la base de crises de notation et peuvent aggraver une crise financière. Alors que la technique semble adéquate, leur rôle est ambigu : elles témoignent de la confiance excessive été accordée aux mécanismes de *bail-in* et de la main invisible, au sein d'une industrie caractérisée par un fort besoin de régulation. L'argument de l'incitation à maintenir leur réputation est difficilement réfutable. En outre, le dispositif Bâle II améliore d'autant les transferts de risque liés à la titrisation que la crise actuelle a entraîné d'autres perfectionnements : il ne s'agit pas de remettre en question ce dispositif, qui implique une adaptation coûteuse de la part des établissements. Il n'est pas non plus question de remplacer l'évaluation privée des risques par une évaluation publique : le rythme des innovations est trop soutenu. La prévention passe selon nous par la fourniture d'informations quant à la responsabilité sociale et environnementale de chaque entité, au sein d'un indicateur (unique et transparent) basé sur la structuration des bilans. Par rapport au risque de conflit d'intérêt, le Régulateur peut intervenir auprès des agences après les avoir certifiées, simplement par le biais d'un rapport (ie annuel) susceptible de dévoiler d'éventuelles anomalies au niveau du gouvernement d'entreprise (ainsi que le font les agences à propos des banques). Enfin, avec des *stress-tests* relatifs aux interconnexions globales, le rôle des agences dans la gouvernance des marchés se trouverait renforcé (car elles sont des pièces à part entière du dispositif) et limité (car l'instance ultime chargée de la stabilité financière est publique et non privée).

Si les débats au sein du G20 ont donné lieu à des améliorations certaines, la crise a aussi mené à une prise de conscience généralisée suivant laquelle la régulation doit intervenir là où apparaissent les limites du marché. Ces limites ne peuvent être directement imputables aux banques, dès lors que celles-ci respectent les normes et codes et la réglementation qui leur sont destinées : les systèmes d'autocontrôle ne doivent pas déresponsabiliser le Régulateur public, qui doit alors être plus intrusif.

Bibliographie

H. Alexandre, K. Bouaiss, « Complémentarité des mécanismes réglementaires et internes de gouvernance dans la banque », *Cahier DMR finance*, No. 1, 2008.

P. Artus, J.-P. Betbèze, C. de Boissieu, G. Capelle-Blancard, *La crise des subprimes*, Rapport du CAE, La Documentation française, Paris, 283p., 2008.

O. Babeau, J.-F. Chanlat, « La transgression, une dimension oubliée de l'organisation », *Revue française de gestion*, No. 183, p. 201-219, 2008.

- Bâle (Comité de), « Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision », *Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements*, 36p., June 2008.
- C. de Boissieu, « Implications de la crise pour la régulation bancaire et financière », *Revue d'économie financière*, No. Spécial *Crise financière : analyses et proportions*, p. 353-360, Juin 2008.
- H. Bouquin, « Théorie des organisations et contrôle », in *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, dir. B. Colasse, Economica, Paris, p. 1203-1210, 2000.
- BIS, « Cadre pour les systèmes de contrôle interne dans les organisations bancaires », *Bank for International Settlements*, 35p., septembre 1998.
- BIS, « Enhancements to the Basel II framework », *Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements*, 35p., July 2009.
- R. Cantor, C. Mann, « Are Corporate Bond Ratings Pro-cyclical ? An Update », Moody's Investor Services, Moody's Global Credit Policy, Special Comment, May 2009.
- M. Castagnier, E. Torjman, « Bâle 2 et contrôle interne, périmètre élargi et nouveaux choix d'organisation », *Revue banque*, No. 690, avril 2007.
- G. Charreaux, « Pour une gouvernance d'entreprise comportementale, une réflexion exploratoire... », *Revue française de gestion*, vol. 31, No.157, p. 215-238, 2004.
- P. Ciancanelli, J. A. Reyes Gonzalez, « Corporate Governance in banking: a conceptual framework », *Social Science Research Network*, Working Paper, 2000.
- J. Coval, J. Jurek, E. Stafford, « Early Stages of the Credit Crunch: The Economics of Structured Finance », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, No. 1, p. 3-25, 2009.
- ECB, « Credit rating agencies : Developments and policy issues », *European Central Bank*, Monthly bulletin, p. 107-117, May 2009.
- C. Lubochinsky, « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », *Revue de la stabilité financière*, p. 85-102, novembre 2002.
- P. Monin, P. Wirtz, « Légitimité, déviance, délits. Retour sur l'affaire Société Générale. Entretien avec P. Wirtz », *Revue française de gestion*, No. 183, p. 131-134, 2008.
- Moody's Investors Service, « Credit Rating Agencies and the Financial Crisis », Transcripts of the Managing Director's Town Hall Meeting, September 2007 (in U.S. Congress Committee on Oversight and Government Reform, October 22, 2008).
- F. Partnoy, « How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers », Research Paper No. 07-46, *Legal Studies Research Paper Series*, University of San Diego, May 2006.
- J.L. Petitjean, « Coordination inter-firmes : de la différenciation des configurations organisationnelles à l'intégration des mécanismes de contrôle », *Entreprises sans frontières: quelles mutations pour la comptabilité et le contrôle organisationnel ?*, 22^{ème} congrès de l'Association Française de comptabilité, Metz, p. 165-182, May 2001.
- B. Pigé, *Gouvernance, contrôle et audit des organisations*, Economica, Paris, 2008.
- D. Plihon, « Quelle surveillance prudentielle pour l'industrie de services financiers », *Revue d'économie financière*, vol. 60, p. 17-32, mars 2001.

J. E. Stiglitz, « Emploi, justice sociale et bien-être », *Revue Internationale du Travail*, vol. 141, No. 1-2, p. 9-31, 2002.

A. N. R. Sy, « The systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets », *IMF Working Paper*, No. 09/129, 36p, 2009.