

La régulation des agences de notation

Les défaillances des agences de notation ont été spectaculaires ces derniers mois. Des problèmes de qualité et d'indépendance se posent, qui appellent une riposte énergique en matière de régulation. Mais améliorer la qualité du thermomètre ne suffit pas à guérir un malade ! Deux actions complémentaires doivent être menées : réduire la spéculation sur les marchés, d'une part, et moins lui donner de prise, d'autre part.

Le problème

Une agence de notation est un organisme privé spécialisé dans l'analyse des comptes d'une société, d'un État ou d'une opération financière¹. Elle publie des notes sur la capacité de ces entités à respecter leurs engagements.²

Mais font-elles correctement leur travail ? De nombreuses critiques avaient été émises par le passé, lors de la crise financière asiatique et dans le cas de l'Argentine en 1997, ou encore lors de la bulle internet et de la faillite de Lehman Brothers (noté A jusqu'à sa banqueroute de l'automne 2008), en passant par Enron (2001) ou Parmalat (2003). À chaque fois, les agences ont accordé d'excellentes notations à des organisations au bord du gouffre et sous-estimé jusqu'au dernier moment les risques de défaut de paiement. La qualité de leur travail d'analyse est donc régulièrement mis sur la sellette.

Avec la crise des *subprimes*³, un autre grief a vu le jour. On se souvient que des crédits hypothécaires risqués ont été accordés aux États-Unis mais que cette pratique, dangereuse en soi, s'est, en outre, accompagnée d'une autre, qui l'a été tout autant, la titrisation. De quoi s'agit-il ? Les banques d'affaires ont émis des titres représentant une société, pas une entreprise produisant des biens et des services, mais une société spécialement créée pour acheter le portefeuille de crédit d'un organisme prêteur et ces banques ont ensuite vendu ces titres à des investisseurs. En d'autres termes, le prêteur s'est dégagé de son risque et celui-ci, par la pratique de la titrisation, a été dispersé loin de tout contrôle réglementaire.

Ici aussi, l'analyse des agences de notation s'est avérée inexacte : 93 % des titrisations de produits hypothécaires commercialisés en 2006 avec la note AAA (la meilleure note) ont maintenant la note « d'obligation pourrie ». Mais il y a plus — et c'est le deuxième grief invoqué à l'encontre de ces agences —, elles se sont trouvées en conflit d'intérêts patent. Déjà, d'habitude, elles se font rémunérer par les promoteurs des produits qu'elles jugent, ce qui est évidemment critiquable en terme d'indépendance d'analyse. Mais, avec les *subprimes*, il y a plus : elles ont d'abord travaillé avec les banques pour concevoir les produits toxiques et obtenir le *rating* recherché, avant d'évaluer ceux-ci et d'accorder ledit *rating* ! *Dans le cas des crédits titrisés, les agences de notation notent et sont en même temps parties prenantes de la titrisation. La constitution du produit et la notation sont complètement imbriquées. Sans la notation, le titre n'a pas d'existence*⁴, peut-t-on lire en France. À la veille de la crise, la notation des produits structurés représentait (selon Michel Prada, ancien

1 "Agence de notation", in L'économie de A à Z, Alternatives Economiques, hors-série poche n°40, septembre 2009 et DEMONCHY, Anne-Sophie, "Qu'est-ce qu'une agence de notation ?", 1er juillet 2010, disponible sur internet : <http://www.politique.net/2010070102-qu-est-ce-qu-une-agence-de-notation.htm>

2 Annika Cayrol, Les agences de notation financière, Réseau Financement Alternatif, novembre 2010.

3 Voir Bernard Bayot, Mon toit et mes finances, Réseau Financement Alternatif, novembre 2010.

4 Michel Aglietta, La crise. Pour quoi en est-on arrivé là - Michalon 2009.

président de l'Autorité française des marchés financiers, AMF) la moitié du chiffre d'affaire des agences !⁵

Quelle régulation ?

Jusqu'à la crise des *subprimes* les agences de notation n'étaient pas réellement supervisées. En 2003, l'Organisation internationale des autorités de régulation des marchés financiers (OICV ou IOSCO, selon l'acronyme de son nom anglais, *International Organization of Securities Commissions*) qui regroupe les autorités nationales de marché (la Commission bancaire, financière et des assurances [CBFA] pour la Belgique, la Securities and Exchange Commission [SEC] pour les États-Unis...), a rédigé un code de conduite auquel les agences se soumettaient sur une base volontaire. Cela s'est manifestement révélé insuffisant.

Le 16 septembre 2009 a dès lors été adopté le Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit.⁶ Ce texte, entré en vigueur le 7 décembre 2010, reprend pour l'essentiel les règles définies dans le code de l'OICV tout en leur donnant un caractère juridiquement contraignant. Il vise à encadrer l'activité des agences de notation de crédits en vue de protéger les investisseurs et les marchés financiers européens contre le risque de mauvaises pratiques. Il fixe les conditions d'émission des notations de crédit ainsi que des règles relatives à l'enregistrement et à la surveillance des agences de notation de crédit.

Comment ce Règlement gère-t-il les questions évoquées ci-dessus de la qualité et de l'indépendance des agences de notation ? Sur cette dernière question, l'objectif est que l'émission des notations de crédit ne soit affectée par aucun conflit d'intérêt ni aucune relation commerciale. Pour ce faire, les agences de notation de crédit sont soumises à des exigences organisationnelles et opérationnelles particulières. Le conseil d'administration ou de surveillance de l'agence assure l'indépendance du processus de notation. Il veille à ce que les conflits d'intérêts soient identifiés, gérés et divulgués adéquatement, et enfin, à ce que l'agence de notation se conforme aux exigences fixées par le règlement.

Pour ce qui est de la qualité, les méthodes de notation des agences et les descriptions des modèles et des principales hypothèses de notation, telles que les hypothèses mathématiques ou corrélatives, font l'objet de publications de caractère général. Par ce biais, les agences garantissent la qualité des notations de crédits qu'elles produisent, de même que la transparence des méthodes utilisées.

Comment s'exerce la surveillance sur ces activités de notation ? Les agences de notation doivent s'enregistrer auprès du Comité européen de régulation des valeurs mobilières (CERVM), qui est un organe indépendant de conseil, de contrôle et de réflexion, chargé d'assister la Commission européenne dans le domaine des valeurs mobilières. Le CERVM assure une application cohérente du Règlement en facilitant et renforçant la coopération des autorités nationales compétentes dans l'exercice de leur mission de surveillance, et en coordonnant les pratiques de surveillance.

La crise grecque

Le débat des agences de notation a repris de plus belle lorsque, au début de l'année 2010, Standard & Poor's, une des trois grandes agences au plan mondial, a baissé la note de la Grèce en catégorie spéculative. On se souvient que cette décision avait lourdement pesé sur les efforts de soutien à la Grèce et sur l'euro. La Commission cherche depuis lors à réduire l'influence des agences de notation sur les marchés financiers afin d'éviter que ce genre de scénario ne se répète et le 30 avril 2010 Michel Barnier, commissaire européen au Marché intérieur et aux Services, a déclaré qu'il

⁵ Patrick Jolivet, Les agences de notation dans la tourmente, Les Echos, 7 janvier 2011.

⁶ JO L 302 du 17.11.2009.

réfléchissait à la création d'une agence de notation européenne.

Le 5 novembre 2010, la Commission a lancé une consultation sur les agences de notation. *Nous devons tirer toutes les leçons de la crise*, selon Michel Barnier. Nous avons déjà introduit des règles au niveau de l'UE pour améliorer la surveillance et renforcer la transparence sur le marché de la notation du crédit. Il s'agissait d'une étape importante, mais nous devons réfléchir à l'étape suivante: le rôle des notations proprement dites et l'incidence qu'elles peuvent avoir sur les marchés. Aujourd'hui, nous lançons une consultation où nous posons toutes les questions qui doivent être posées. Les contributions que nous recevrons nous aideront à définir les futures actions à prévoir.» Parmi les pistes envisagées, la Banque centrale européenne (BCE) ou les banques centrales nationales pourraient également être autorisées à émettre des notes pour accroître la concurrence et les agences privées pourraient être contraintes à publier gratuitement la totalité de leurs recherches sur la dette publique.

Qu'en penser ?

Les défaillances des agences de notation ne font aucun doute, pas plus que les problèmes évoqués plus haut de qualité et d'indépendance. Une riposte énergique s'impose. La réglementation européenne adoptée en 2009, qui remplace un code de bonne conduite particulièrement inopérant est sûrement un pas dans la bonne direction. Reste à vérifier que cette initiative soit efficace et suffisante. L'avenir nous le dira.

Il est toutefois illusoire de penser que la seule régulation des agences de notation va régler les mouvements spéculatifs hasardeux sur les marchés financiers et l'instabilité consécutive de ceux-ci. Améliorer la qualité du thermomètre ne suffit pas à guérir un malade ! Deux actions complémentaires doivent être menées: réduire cette spéculation, d'une part, et moins lui donner de prise, d'autre part.

Il faut d'abord dissuader la spéculation à court terme, qui se caractérise par des échanges financiers très rapides et très nombreux avec des marges bénéficiaires très faibles. Cette dissuasion peut se faire par l'introduction d'une taxe sur les transactions financières, qui serait trop faible pour entraver les transactions productives mais constituerait, par l'effet de la répétition, un frein aux transactions spéculatives. S'appliquant à chacune des transactions, elle grèverait de façon importante le bénéfice final du spéculateur.⁷

Mais on peut aussi s'interroger en tant qu'entrepreneur ou décideur politique sur la pertinence de confier aux marchés financiers l'allocation d'une part toujours croissante de nos besoins de capitaux ou de crédit. L'entreprise ne gagnerait-elle pas à s'associer davantage un actionariat stable et diversifié, à la manière des coopératives⁸ et les pouvoirs publics à se financer auprès de leur population ? En Belgique, par exemple, la dette publique ne pèse pas loin de 350 milliards d'euros, alors que plus de 200 milliards d'euros reposent sur des livrets d'épargne. D'où cette idée, émise par Eric De Keuleneer (professeur à la Solvay Brussels School of Economics – ULB) et reprise par le ministre des Finances Didier Reynders, d'accorder une exonération de précompte mobilier aux souscripteurs de bons d'État, comme on le fait pour les dépôts sur les livrets d'épargne.⁹

Dans la mesure où les marchés deviennent générateurs de risques pour les émetteurs, ceux-ci seraient en effet bien inspirés d'appliquer ce principe de précaution qui consiste à ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier.

Bernard Bayot,
février 2011

7 Bernard Bayot, Les produits dérivés, Réseau Financement Alternatif, février 2011.

8 Voir par exemple Bernard Bayot, La Caja Laboral Popular, Réseau Financement Alternatif, avril 2005.

9 Yves Cavalier, Aider l'Etat à s'en sortir, La Libre Belgique, 29 janvier 2011.



CULTURE

ÉDUCATION PERMANENTE

Le Réseau Financement Alternatif est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.

Réseau Financement
Alternatif

Ensemble, changeons la finance

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financement Alternatif pour développer et promouvoir la finance éthique et solidaire.