

Au cœur des agences de notation

Le 10 novembre 2011, l'agence de notation Standard & Poor's annonce « par erreur » à certains de ses abonnés qu'elle compte dégrader la note de la France (un triple A)... avant de se rétracter. Et c'est tout un pays qui tremble. Car les marchés, eux, ne retiennent que cette fausse annonce, avec pour conséquence que l'écart entre les taux des obligations à dix ans de l'Allemagne, autre pays noté triple A, et de la France atteint un nouveau record depuis la création de la zone euro. Trois agences dominent le secteur de la notation au plan international : Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings. Leur influence dérange de plus en plus, mais leur utilité n'est à ce jour pas démentie.

FABIENNE COLLARD

Si les agences de notation se retrouvent quotidiennement sur le devant de la scène, c'est essentiellement pour leur activité principale, la notation. Une entreprise, une banque ou une entité publique peut solliciter contre rémunération un *rating*. Selon une grille de notation propre à chaque agence, ce *rating* indiquera le degré de solvabilité de l'entité notée. Globalement, les *ratings* émis appartiennent à la catégorie « investissement¹ » lorsqu'ils traduisent un risque de défaut² inexistant ou faible de la part de l'entité notée, ou à la catégorie « spéculatif³ » lorsqu'apparaît un risque

de crédit⁴ plus ou moins important. Cette information est cruciale pour les investisseurs car ceux-ci ne souhaitent pas placer leur argent aveuglément. Mais ce *rating* influence également, via le taux d'intérêt pratiqué par les organismes prêteurs, le cout de financement des instances notées. Une bonne note facilite le recours au crédit.

Les bases de la notation

À l'origine, les notations des agences visaient les obligations émises par des entreprises, des banques ou, très vite, des collectivités publiques et des États. Elles se sont ensuite portées sur les émetteurs de titres eux-mêmes. Dans la plupart des cas,

1 De AAA à BBB pour Standard & Poor's et Fitch, pour les engagements sur plus d'un an. De Aaa à Baa3 pour Moody's.

2 Par « risque de défaut », on entend le risque de ne pas pouvoir honorer ses engagements financiers aux échéances prévues.

3 De BB à C pour Standard & Poor's et Fitch. De Ba1 à C pour Moody's. Standard & Poor's et Fitch établissent également des *ratings* de « défaut de paiement » allant de la note SD pour l'un, RD pour l'autre, à la note D.

4 Le risque de crédit représente le niveau d'incertitude de voir l'émetteur du titre de dette honorer ses obligations envers les investisseurs.

ces notations sont aujourd'hui sollicitées par ces émetteurs, car le coût de la notation est supposé moindre que l'avantage offert par une bonne note sur le marché du crédit. Mais les agences publient parfois également des notes non sollicitées. Depuis 2009, l'Europe impose que les notes non sollicitées soient identifiées comme telles. En ce qui concerne la Belgique, seules les notes de Fitch Ratings sont sollicitées.

Un *rating* repose à la fois sur des critères quantitatifs et qualitatifs. La notation *corporate*, visant les entreprises ou les banques et assurances, repose ainsi sur des critères tels que le flux de trésorerie ou le taux d'endettement, mais aussi sur le profil du secteur d'activité ou sur la stratégie de management. De même pour la notation souveraine, liée aux États : le *ratio* dette/revenues budgétaires ou l'évolution du produit intérieur brut (PIB) par habitant côtoient, parmi les critères de notation, des indicateurs tels que la stabilité institutionnelle et politique du pays concerné.

Comparer le travail des agences reste très difficile, étant donné qu'elles conservent à ce jour des échelles et des méthodes de notation différentes. Comme l'explique Norbert Gaillard, consultant à la Banque mondiale et spécialiste de la notation souveraine, « Standard & Poor's se montre "plus sévère" dès qu'elle juge excessif l'endettement d'un pays, tandis que ses deux concurrentes Fitch et Moody's prennent davantage en compte la puissance économique des États ». Les échelles de notation au sein d'une même agence sont par contre uniformisées de telle manière qu'une entreprise notée B sera associée au même risque de défaut qu'un État ayant obtenu le même *rating*.

Le *rating*, ou sa révision, est discuté et voté au sein d'un comité de notation composé de plusieurs analystes. Une note peut être révisée à la hausse (*upgrade*) ou à la baisse

(*downgrade*) en fonction de l'évolution de la solvabilité escomptée de l'émetteur. Les agences émettent également des perspectives de notation (*outlook*) qui peuvent être positives, stables ou négatives et reflètent la manière dont l'agence appréhende l'avenir de l'émetteur. En moyenne, les agences procèdent à une nouvelle évaluation chaque année, mais elles peuvent également décider de précipiter les choses. Une crise politique, la dégradation financière d'un émetteur ou des opérations telles qu'une fusion ou une acquisition sont des événements qui induisent généralement une mise sous surveillance d'une notation ou de son *outlook*. Précisons enfin qu'avant publication d'une note, l'émetteur a le droit de contester celle-ci, mais dans des délais relativement courts.

Dans de nombreux pays, la notation fait partie des conditions préalables à l'émission de produits financiers complexes : les « produits structurés ». Fait plus troublant : moyennant rémunération, les agences de notation participent à la création des produits structurés ainsi qu'à leur évaluation. Cela soulève la question de possibles conflits d'intérêt, sur laquelle nous reviendrons.

Outre la notation de titres de dette, l'aide à la conception et l'évaluation de produits structurés, les agences peuvent encore compter sur une troisième source de financement, provenant de la vente d'informations statistiques, d'études et de fichiers.

À l'origine, les chemins de fer américains

Les origines de la notation financière remontent à 1868, lorsque Henry Varnum Poor publie pour la première fois le *Manual of the Railroads of the United States*. Cette publication annuelle propose des informations économiques et financières aux in-

vestisseurs désireux de confier leur épargne aux grandes sociétés de chemin de fer américaines alors en plein essor. De son côté, John Moody publie en 1900 le *Manual of Industrial and Miscellaneous Securities* et propose dès 1909 un système de notation sous forme de lettres (de Aaa à C) pour évaluer lui aussi la qualité des investissements liés aux entreprises de chemin de fer.

Ces notations ont pour vocation de lutter contre l'asymétrie d'information entre émetteurs d'obligation et investisseurs. Dès 1910, certains services aux collectivités sont déjà soumis à la notation de Moody's (les distributeurs d'énergie, la compagnie du téléphone), qui s'attaquera ensuite, en 1918, à la notation des États, suivie sur cette voie par Poor's Publishing en 1920.

Poor's et Standard Statistics fusionnent en 1941 pour former Standard & Poor's, dont le groupe américain McGraw-Hill, qui édite notamment l'hebdomadaire *Business Week*, fera l'acquisition en 1966. Une dizaine d'années auparavant, en 1957, Standard & Poor's lance également le S&P 500 Stock Index, composé de cinquante titres cotés à la bourse de New York. De son côté, l'agence Moody's est cotée en bourse depuis 2000 et détenue, à hauteur de 13 %, par le fonds d'investissement Berkshire Hathaway, propriété du milliardaire Warren Buffet. Après un long passage à vide, l'agence Fitch Ratings, fondée en 1913, est quant à elle rachetée en 1997 par la *holding* française Fimalac, avant de fusionner l'année suivante avec la société britannique IBCA, spécialiste en notation des banques. Depuis 2009, Fitch Ratings est contrôlée par Fimalac à hauteur de 60 % et par le groupe Hearst (groupe de médias américain) à hauteur de 40 %.

Il est communément admis que ces trois principales agences de notation transnationales se partagent entre 90 % et 95 % des revenus générés par la notation financiè-

re⁵. Parmi les petites agences se partageant le reste du gâteau, citons la canadienne Domination Bond Rating Service (DBRS), l'américaine A.M. Best et les japonaises Japan Credit Rating Agency (JCR) et Rating and Investment Information (R&I), qui se sont spécialisées dans certaines niches géographiques ou sectorielles⁶.

Renversement du mode de financement

Durant plusieurs décennies, les notations ont été financées par les investisseurs qui cherchaient à s'informer sur la qualité des actifs financiers qu'ils souhaitaient acquérir. Ils achetaient les analyses et les notes émises par les agences concernant des entreprises ou des organismes publics.

Ce système de financement a toutefois subi un changement majeur dans les années septante. À partir de ce moment, les agences ont facturé leurs services aux émetteurs des titres de dette. Le développement, à cette époque, de la photocopie n'est pas étranger à ce changement notable. De plus en plus d'investisseurs ont utilisé des photocopies « illicites » des manuels publiés par les agences et ces dernières ont alors vu leurs marges bénéficiaires entamées. Dans le même temps, la crise économique sévissait partout dans le monde et particulièrement aux États-Unis, berceau de la notation. De nombreuses entreprises ont cherché à rassurer et à attirer de nouveaux investisseurs, et l'obtention d'un bon *rating* pouvait les y aider. Elles deviennent alors clientes des agences de notation et commencent à payer celles-ci pour l'émission

5 En 2010, le chiffre d'affaires des « trois grandes » était de 2,9 milliards de dollars pour Standard & Poor's, 2 milliards pour Moody's Corporation et 732,5 millions pour Fitch Ratings.

6 Une liste des principales agences de notation répertoriées à ce jour au plan mondial est disponible sur internet. Voir www.defaultrisk.com.

de *ratings*. Les entreprises et certains États, dans l'espoir de trouver des capitaux à moindres frais, collaborent avec les agences et leur donnent accès aux documents qui leur sont utiles. Les notations *corporate* deviennent alors sollicitées, de même qu'une partie des notations souveraines.

De leur côté, les agences expliquent que la complexification du système financier dans la deuxième moitié du XX^e siècle a induit des coûts d'analyse croissants pour les agences que les investisseurs seuls ne sont pas prêts à supporter.

Dans le camp des détracteurs, ce nouveau système de financement a surtout soulevé la question de possibles conflits d'intérêt. Les agences se retrouvent en effet juges et parties. Comment s'assurer par exemple qu'elles ne favorisent pas leurs clients en leur attribuant une bonne note ?

La notation souveraine

La notation des États fait de plus en plus débat dans un contexte de crise de la dette touchant plusieurs pays européens, en premier lieu la Grèce. De nombreux observateurs politiques accusent les trois grandes agences de notation d'influencer directement, par l'attribution de leurs *ratings*, les politiques menées au plan national ou européen⁷. Les critiques concernant l'influence grandissante des agences sur la sphère politique ne sont pas nouvelles. En février 1996, le chroniqueur du *New York Times*, Thomas Friedman, déclarait : « Il y a deux superpuissances dans le monde aujourd'hui : les États-Unis et Moody's. Et croyez-moi, il n'est pas toujours facile de savoir laquelle des deux a le plus de pouvoir. »

7 En juillet 2011, la chancelière allemande, Angela Merkel, déclarait à l'AFP : « Concernant le sauvetage de la Grèce, il est important que nous, la Commission européenne, le Fonds monétaire international et la Banque centrale européenne, ne nous laissions pas priver de notre liberté de jugement par les agences de notation. »

À contrecourant des critiques envers le présumé *diktat* des agences de notation, le président français, Nicolas Sarkozy, expliquait, quant à lui, au lendemain du sommet européen accouchant du plan de sauvetage de la Grèce, que le problème de la France, menacée de perdre son triple A, ce ne sont pas les agences de notation, mais bien la dette, car c'est elle qui donne du pouvoir aux agences. Le chef de l'État français semble ainsi rendre aux agences leur rôle de « thermomètre » que nous évoquerons plus loin. Dans le cas de la récente dégradation, le 25 novembre 2011, de la note de la Belgique par Standard & Poor's, d'AA+ à AA, l'économiste et professeur à la KUL Paul De Grauwe estime même que le *rating* n'a fait que suivre les marchés⁸.

Georges Ugeux, PDG de Galileo Global Advisors, explique sur son blog financier que pour convaincre les États de participer au processus de notation, les agences ont exercé une forme de chantage en faisant valoir qu'il était dans leur intérêt de coopérer plutôt que de se voir imposer une notation. Pour Georges Ugeux, les banques d'affaires auraient soutenu le discours des agences, expliquant aux États que sans notation le coût de leurs emprunts serait supérieur. Il précise encore que malgré leurs nombreuses faiblesses, attaquer les agences de notation relève de l'hypocrisie de la part des dirigeants européens : « Il suffit pour s'en convaincre de les voir s'attribuer le mérite des notations positives et le blâme sur les agences de *rating* des notations négatives. »

Cent-et-quinze pays sont actuellement notés par les agences de notation. Le mode de facturation des États reste toutefois très opaque, « avec des parts fixes et des parts variables, en fonction des niveaux de dette et de la complexité des produits proposés. Cela peut aller de quelques dizaines de mil-

8 Le rendement obligataire à dix ans de la Belgique flirte fin novembre avec les 6 % alors qu'il n'était que de 4,35 % le 22 octobre 2011.

liers d'euros ou dollars par an à plusieurs centaines de milliers. Sans que cela soit officiel, il est vraisemblable d'ailleurs que les grands pays, comme les États-Unis, la France ou l'Allemagne, ne payent pas ou très peu les agences, puisqu'ils sont de toute façon incontournables pour les investisseurs », explique Norbert Gaillard⁹. Du côté des pays émergents par contre, qui souhaitent attirer les investisseurs, on imagine moins de réticence à payer une notation, dans l'espoir que celle-ci soit favorable au pays émetteur.

Le temps des revers et des critiques

La crise asiatique de 1997, les scandales financiers début 2000 (Enron, Worldcom et Parmalat), la crise des *subprimes* en 2007 et la crise actuelle de la dette en Europe et aux États-Unis: aucun de ces événements n'a été réellement anticipé par les trois grandes agences transnationales. Elles ont attendu le 28 novembre 2001, soit quatre jours avant la faillite, pour placer Enron en catégorie « spéculatif ». Le même constat peut être fait pour Lehman Brothers, noté « A » au moment de sa banqueroute à l'automne 2008.

À l'inverse, il est souvent reproché aux agences d'avoir tendance à surréagir et de précipiter les difficultés de certains émetteurs en révisant à la baisse la qualité de leur crédit sur la base de jugements estimés hâtifs par les émetteurs concernés. Pour Jean-René Fourtou, devenu PDG du groupe Vivendi Universal en remplacement de Jean-Marie Messier, les agences de notation financière ont contribué à détériorer la situation de l'entreprise plongée durant l'été 2002 dans une spirale dépressive qui l'a menée aux portes de la faillite. Déjà

confrontée à un problème de dette colossale, Vivendi, après la dégradation de sa note par Standard & Poor's et surtout Moody's, a été soumise à une grave crise de liquidités, ne pouvant plus recourir que difficilement au marché du crédit. C'est ce que certains observateurs nomment le phénomène d'autoréalisation ou *self-fulfilling prophecy*. Au lieu de prévenir le risque d'insolvabilité, la dégradation parfois tardive et sévère d'une notation concrétise le risque de défaut en rendant le marché du crédit moins accessible à ceux qui reçoivent une mauvaise note. Plus récemment, en juillet dernier, après que Moody's a dégradé la note du Portugal de quatre crans, Pier Carlo Padoan, secrétaire général adjoint et chef économiste de l'OCDE, s'en est pris aux trois grandes et à leurs tendances procycliques: « Elles produisent des prophéties qui s'autoréalisent. C'est comme pousser quelqu'un qui est au bord d'un ravin. Elles aggravent la crise. »

Mais cette critique d'autoréalisation a également son pendant. De nombreux observateurs estiment en effet que les agences de *rating* ne font que jouer leur rôle de « thermomètre ». « Quand on est malade, on n'accuse pas le thermomètre, on se soigne. Or les pays occidentaux sont malades d'avoir trop dépensé, d'être trop endettés », explique par exemple sur son blog Yves Thréard, journaliste et éditorialiste au *Figaro*.

Des instances incontournables

Si trois agences dominent le secteur de la notation, c'est notamment parce qu'elles ont toutes les trois un siècle d'expertise, voire plus, à faire valoir et qu'elles œuvrent au niveau transnational. Le poids de la réputation est ici indéniable. Cette situation oligopolistique est donc d'une certaine manière intrinsèque au secteur. Même

⁹ « Qui paye les agences de notation? », *La Croix*, 20 octobre 2011, www.lacroix.com.

s'il avait le choix entre un grand nombre d'agences de notation différentes, l'émetteur aurait tout intérêt à solliciter celles qui ont la meilleure réputation.

En 1975, la Securities and Exchange Commission (SEC), l'autorité américaine de réglementation et de contrôle des marchés financiers, instaure l'obligation pour les agences de notation d'obtenir une accréditation sur la base de critères informels qui se sont avérés relativement favorables aux trois grandes. Ces dernières sont d'ailleurs les seules, à l'origine, à obtenir cet agrément. Aujourd'hui, dix agences de notation sont reconnues par la SEC et ont reçu le titre de Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO)¹⁰.

De plus, si de nouveaux acteurs de la notation ont pu espérer se faire une place dans les années septante et quatre-vingt, Standard & Poor's, Fitch Ratings et Moody's ont racheté la plupart de ces petites agences (plus d'une trentaine) dans les années nonante et deux-mille.

Mais ce qui a indéniablement assis la suprématie de Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings, c'est la référence qui leur est faite dans des réglementations officielles. Dans les années trente déjà, à la suite de la crise, il est demandé aux banques américaines de se séparer des titres « spéculatifs » et de ne conserver que ceux pouvant appartenir à la catégorie « investissement ». Et c'est aux agences de notation que la SEC, tout juste créée, confie le soin d'évaluer la qualité des titres en question. Au plan mondial, ce sont les accords de Bâle II, entrés en vigueur fin 2006, sur la réforme des normes prudentielles qui offrent leur heure de gloire aux agences de notation. Bâle II avait pour vocation de mieux appréhender les risques de crédit des banques via une révision des exigences en fonds propres. Les

accords de Bâle II imposent aux banques le *ratio* Mc Donough qui prend en compte le risque de défaut des emprunteurs et implique une évaluation de ce risque par les agences de notation. Entretemps, il y a eu la crise des *subprimes*, en 2007, et ses conséquences sur les secteurs financier et bancaire. Sous l'impulsion du G20, les accords de Bâle III sont publiés en septembre 2010 et visent à renforcer à nouveau les fonds propres et les garanties de liquidités des banques. La Commission européenne est la première à adopter, le 20 juillet 2011, un texte visant la transposition de ces accords. À cette occasion, Michel Barnier, commissaire européen chargé du Marché intérieur, a déclaré : « Nous sommes trop dépendants vis-à-vis des notations, et je souhaite supprimer autant que possible la référence aux notations dans les règles prudentielles. »

Juge et partie

Depuis les années septante, les agences facturent leurs services aux émetteurs de titres qu'elles notent, ce qui soulève la question des conflits d'intérêt. Les agences se retrouvent en effet juges et parties, et certains mettent en doute leur objectivité, partant du principe que la tentation doit être grande pour elles de surnoter leurs clients.

Les agences défendent le sérieux de leurs analyses en rappelant que seule leur réputation leur assure la confiance du marché et qu'il ne serait pas dans leur intérêt d'attribuer des notes par complaisance. Toujours est-il que Standard & Poor's et Moody's appliquent, par prudence, une décote aux *ratings* que Fitch Ratings attribue aux produits structurés. Elles considèrent que cette dernière, bénéficiant d'une réputation moindre qu'elles, pourrait avoir tendance à surnoter les émissions pour attirer de nouveaux clients et accroître ses parts de marché.

¹⁰ La liste de ces dix agences NRSRO est consultable sur le site www.nrsro.com.

Pierre Cailleteau, ancien *chief international economist* de Moody's, explique que s'il fallait revenir en arrière, vers un système de *rating* financé par les investisseurs, il y aurait alors privatisation de la notation. « Cette sortie du domaine public de la notation impliquerait la disparition de dizaines de milliers de notes. Les lumières des phares s'éteindraient, mais certains auraient leur GPS... »

Avec l'émergence de la titrisation dans les années nonante, les institutions financières chargées de constituer et de distribuer des produits structurés se sont tournées vers les agences de notation dans un rôle de conseil. Ces agences étaient également responsables, dans un second temps, d'établir un *rating* pour ces mêmes produits. Dans ce cas de figure, les conflits d'intérêt sont relativement évidents. « Un studio de cinéma qui paie les critiques et se sert ensuite de leurs éloges à des fins publicitaires », c'est en ces termes que le sénateur américain Jim Bunning décrit les relations entre les banques et les agences de notation dans le cadre de la crise des *subprimes*. Plusieurs économistes, s'appuyant sur un rapport de la SEC publié en juillet 2008, indiquent également que certaines agences, sans que cela soit devenu la règle, ont pu faire prendre en charge par les mêmes professionnels la notation et des activités de conseil. À la veille de la crise des *subprimes*, l'activité concentrée autour des produits structurés constituait 50 % du chiffre d'affaires des trois grandes.

Une opinion, juste une opinion

Comme les agences de notation aiment à le rappeler, les *ratings* qu'elles émettent ne sont que des opinions que les investisseurs et les marchés ont la liberté de suivre ou

non¹¹. Ce terme d'opinion est important car le premier amendement de la Constitution américaine protège la liberté d'expression. Les agences ont également déclaré à plusieurs reprises que, si elles étaient parfaitement prescientes, elles ne proposeraient que deux types de notation : « fera défaut » ou « ne fera pas défaut ».

Pour Pierre Cailleteau, les agences de notation s'exposent de par leur fonction à la critique. Leurs *ratings* sont publics et deviennent donc une cible facile pour des analyses rétrospectives. « De même, il est dans la nature des choses que les "bons" *ratings* soient aussi peu commentés que les trains qui arrivent à l'heure. »

Jusqu'à il y a peu, amener une agence de notation devant la justice semblait mission impossible. Protégées par le premier amendement de la Constitution américaine, leur responsabilité ne pouvait être évoquée que si un émetteur parvenait à prouver qu'elles avaient fourni des analyses erronées de manière malveillante¹² ou si un investisseur établissait une fraude de la part de l'agence (publication d'une opinion dans le but de tromper les investisseurs)¹³. Très peu d'affaires ont ainsi été menées en justice. Toutefois, des brèches commencent à se creuser. En 2009, des décisions de justice aux États-Unis estiment que le premier amendement ne peut être évoqué lorsque les plaignants sont un petit groupe d'investisseurs, car l'opinion délivrée par les agences vise alors un groupe restreint et non le public en général. Avec l'adoption du Dodd-Frank Act, en juillet 2010, les États-Unis reconnaissent aux agences de notation le statut d'expert et les soumettent à des dispositions plus strictes en matière de responsabilité civile, fondées sur une loi

11 On peut ainsi lire sur le site internet de Moody's: *Credit ratings are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities.*

12 Responsabilité dans le cadre d'une relation contractuelle.

13 Responsabilité délictuelle.

de 1933. Plus récemment, le 15 novembre 2011, la Commission européenne émet une série de nouvelles propositions concernant les agences et indique qu'« une agence de notation doit être tenue pour responsable si elle enfreint, intentionnellement ou par négligence, le règlement sur les agences de notation, en causant un préjudice à un investisseur qui s'est fondé sur la note fournie à la suite d'une telle infraction. Ces investisseurs devraient tenter une action en responsabilité civile auprès des tribunaux nationaux. La charge de la preuve incomberait à l'agence de notation ».

Parallèlement à cette évolution juridique, l'idée d'une réglementation plus contraignante appliquée aux agences de *rating* fait son chemin de part et d'autre de l'Atlantique. Jusqu'à il y a peu, les grandes agences de notation ont prôné avec force les vertus de l'autorégulation. Mais sous le poids des critiques, elles ont dû peu à peu y renoncer. Même si le processus d'encadrement de l'activité des agences a été entamé tardivement et timidement, il semble s'être accéléré ces dernières années.

Une réglementation tardive

Les agences de notation ne sont soumises à aucune obligation réglementaire jusqu'en 1975. À ce moment, la SEC leur impose d'obtenir le statut NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations). Cette accréditation est accordée au cas par cas et ne repose à l'origine sur aucun critère strict. Pourtant, seuls les *ratings* des agences ayant obtenu cette accréditation peuvent être utilisés à des fins prudentielles aux États-Unis. Pour acquérir ce statut, les agences doivent démontrer à la SEC qu'elles disposent des ressources financières adéquates et d'un personnel de qualité pour mener à bien leur activité, et

que leurs *ratings* inspirent la confiance aux principaux investisseurs publics du pays. En 1975, seules les trois grandes reçoivent le titre de NRSRO.

À la suite des scandales financiers d'Enron, Worldcom et Parmalat, un code de bonne conduite est adressé aux agences de notation en décembre 2004, dans le cadre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Même si ce code de bonne conduite n'est pas contraignant, il sonne sans doute le début de la fin de l'autorégulation pure et simple prônée par les agences de *rating*. Le code stipule, par exemple, que les agences de notation doivent séparer l'activité de notation de toute autre activité ou stipuler si une notation a été établie avec la participation, ou non, de l'émetteur. Ce code sera révisé à plusieurs reprises.

Ce n'est qu'en 2006, avec l'adoption du Credit Rating Agency Reform Act, qu'interviennent pour la première fois une définition et des conditions d'obtention officielles du statut NRSRO. Selon cette nouvelle loi, ce statut est délivré à des agences de notation actives depuis au moins trois années consécutives avant leur demande d'agrément, dont la qualité des *ratings* est reconnue par les grands investisseurs institutionnels des États-Unis et qui sont enregistrées auprès de la SEC. Pour procéder à cet enregistrement, la SEC réclame aux agences certaines informations sur leur structure organisationnelle ou sur l'utilisation faite des données confidentielles. Les bénéficiaires de ce nouveau statut doivent également communiquer à la SEC des informations concernant leurs procédures et méthodologies ainsi que des données statistiques relatives à la robustesse des notations. Tout conflit d'intérêt susceptible d'exister au sein d'une agence doit également être communiqué à la SEC. Le 27 septembre 2007, celle-ci a formellement reconnu sept agences en tant que NRSRO. Elles sont aujourd'hui au nombre de dix.

Dans le sillage du Credit Rating Agency Reform Act

Peu de temps après l'adoption du Credit Rating Agency Reform Act, la crise des *sub-primes* relance le débat autour de l'encadrement accru des agences de *rating*. C'est dans ce contexte difficile que la SEC adopte, début 2009, de nouvelles mesures réformant le cadre législatif en place.

La SEC veut notamment introduire davantage de transparence dans la notation des produits structurés. Souvent, les investisseurs n'ont pas fait preuve de suffisamment de vigilance et se sont fiés à des notations qui ont l'avantage de rester simples pour évaluer ces produits pourtant extrêmement complexes. Selon les nouvelles règles édictées par la SEC, les agences habilitées NRSRO doivent désormais publier un rapport sur les spécificités du risque lié aux produits structurés et sur les procédures et méthodologies de notation qui s'y rapportent. Une alternative leur est toutefois offerte, celle d'utiliser un symbole propre à la notation de ces produits structurés, les différenciant des autres types de notation.

Grâce à plusieurs mesures, la SEC s'attaque également au problème des conflits d'intérêt. Elle interdit ainsi aux agences NRSRO de noter une société ayant précédemment bénéficié de recommandations de leur part dans le cadre de leur activité de conseil. Il est également interdit aux analystes impliqués dans le processus de notation de prendre part aux débats concernant les honoraires à verser par l'émetteur.

La réaction des agences

Compte tenu des évolutions réglementaires, les agences de notation adoptent, dans la seconde moitié des années 2000, une série de mesures destinées notamment à mieux

faire face aux conflits d'intérêt. Ainsi, en 2008, Fitch Ratings regroupe dans une nouvelle division, Fitch Solutions, des services annexes à la notation tels que la diffusion de la recherche, l'offre d'outils d'évaluation, de formation, ou encore de conseil. La même année, Moody's adopte la même attitude en créant Moody's Analytics. Dans le même temps, Moody's et Standard & Poor's interdisent à leurs analystes de prendre part aux négociations commerciales des agences. Fait notable, Standard & Poor's a mis en place en 2009 une rotation périodique de ses analystes. À l'exception de ceux travaillant sur les produits structurés, ces analystes ne peuvent exercer leurs fonctions pour un même émetteur pendant plus de cinq années consécutives.

Accusées d'avoir dégradé trop tard la note des produits structurés incorporant les *sub-primes*, les trois grandes agences indiquent avoir renforcé, dès 2007, les effectifs chargés de la surveillance des notations et avoir développé de nouveaux modèles et outils sur le segment des produits structurés. Début 2010, les trois grandes annoncent également leur intention de se conformer aux exigences réglementaires en ajoutant aux notes de produits de financement structurés un symbole (« SF » ou « sf » selon les agences) qui les distingue des notes attribuées à d'autres types de produits.

Adoption du Dodd-Frank Act

La crise économique et financière qui sévit en 2008 pousse le Congrès américain à lancer le plus important chantier de réforme du système financier aux États-Unis depuis les années 1930. La loi Dodd-Frank¹⁴, adoptée en juillet 2010, est l'aboutissement de ces travaux. Il s'agit d'un véritable masto-

¹⁴ Du nom des deux députés américains qui ont inspiré cette loi, Chris Dodd et Barney Frank.

dont législatif dont toutes les dispositions n'ont pas encore été mises en œuvre.

Les agences de notation sont visées. La loi prévoit ainsi la création d'un département au sein de la SEC, l'Office of Credit Ratings, chargé de superviser l'activité des agences de *rating*. L'obligation d'informer la SEC sur les méthodologies en vigueur au sein de ces agences est une nouvelle fois renforcée, bien que la complexité et l'opacité desdites méthodes restent un frein au contrôle. La loi Dodd-Frank impose également une restriction de la référence aux agences de notation dans toute une série de dispositions légales. Malgré cette mesure, il n'existe pas, à ce jour, de réelle alternative à la notation financière.

L'Europe refait son retard

Depuis le 1^{er} juillet 2011, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) certifie et supervise les agences de notation pour l'Europe, en collaboration avec les instances de supervision des États membres. À la mi-novembre, vingt-huit agences ont reçu une accréditation de l'AEMF, dont les trois grandes¹⁵.

L'accréditation de l'AEMF est soumise au respect d'une série de règles : les intérêts commerciaux de l'agence ne peuvent faire obstacle à la garantie d'indépendance de ses analyses ; l'expérience et la qualification des analystes doivent être reconnues ; ces analystes ne peuvent pas noter une entité dans laquelle ils détiennent une participation ; l'agence doit divulguer tout conflit d'intérêt existant et disposer des procédures organisationnelles lui permettant de prévenir, détecter, éliminer ou gérer ce type de conflits ; l'agence ne peut fournir

¹⁵ Celles-ci apparaissent sous le nom de leurs différents bureaux européens et n'ont été enregistrées que le 31 octobre 2011. La liste des agences accréditées par l'AEMF est disponible via l'adresse internet www.esma.europa.eu.

des services de consultant ou de conseil à une entité notée ; l'agence doit informer l'entité notée au moins douze heures avant publication du *rating* ; l'agence doit utiliser pour la notation des produits structurés un symbole supplémentaire qui les distingue des autres entités, instruments financiers ou obligations ; l'agence doit identifier comme telles les notations non sollicitées, etc. Steven Maijoor, président de l'AEMF, commentait en novembre 2011 : « Je m'attends à ce que nous ayons conduit des inspections sur place pour toutes les grandes agences de notation d'ici à la fin de l'année. À partir de ce travail, nous comptons publier notre premier rapport aux alentours du 1^{er} avril prochain. [...] Si nous trouvons des infractions mineures, nous pouvons donner des instructions à l'agence de notation concernée. Si l'infraction est plus sérieuse, nous pouvons demander à l'agence d'arrêter la notation d'une entité pour quelque temps, prononcer une amende, pouvant aller jusqu'à 750 000 euros, voire, dans le pire des cas, retirer la licence. »

Le 15 novembre 2011, quelques jours après l'« erreur » de Standard & Poor's qui dégradait la note de la France avant de se rétracter, la Commission européenne a édicté une série de nouvelles mesures qui devront être prochainement débattues au Parlement européen et au Conseil. C'est un nouveau tour de vis que Michel Barnier souhaite imposer aux agences. Les grands axes de cette nouvelle proposition de réglementation sont : l'obligation pour les investisseurs d'également effectuer leurs propres évaluations de crédit ; la mise à disposition des investisseurs de toutes les notations disponibles pour un instrument de créance donné, sous la forme d'un indice européen de notation ; la fréquence accrue de la notation des États membres (tous les six mois au lieu de douze, avec un délai de contestation avant publication de la note porté à vingt-quatre heures) ; l'obligation

pour les émetteurs de changer tous les trois ans l'agence qui les note; l'exigence de deux notations provenant de deux agences différentes pour les instruments financiers structurés complexes; la possibilité d'invoquer la responsabilité civile des agences de notation.

Une autre proposition importante était sur la table, celle visant à suspendre temporairement la notation des États ayant requis une aide financière de la part du FMI ou de l'Europe¹⁶. Le projet a toutefois été jugé trop peu abouti et a été remis à plus tard.

Un certain nombre de voix s'étaient également élevées, dont celle de la chancelière allemande Angela Merkel, en faveur d'une agence de notation européenne. Celle-ci ne verra finalement pas le jour. Le 15 novembre 2011, Michel Barnier expliquait ainsi cette décision: « Nous avons calculé qu'il faudrait 300 millions d'euros pour la mettre en route. Je ne veux pas d'une agence publique qui respecte les règles et à côté, les autres agences qui travaillent comme avant. » Il faut sans doute aussi se demander si une telle agence, ne pouvant revendiquer l'expérience et la notoriété de Standard & Poor's, Moody's ou Fitch, aurait pu convaincre les investisseurs et se faire une place auprès des trois grandes...

■

16 En écho à l'annonce de la dégradation de la note attribuée à la Grèce tombée à peu de chose près au même moment que l'annonce du plan de soutien à ce pays.