

1 Les agences de notation dans la ligne de mire des politiques

André PRÜM,

doyen de la faculté de droit d'économie et de finance de l'université de Luxembourg

Les crises financières résultent, par essence, d'un mouvement de panique frappant des investisseurs qui se rendent compte qu'ils n'ont pas anticipé suffisamment la dévalorisation de leurs actifs et provoquent par des ventes massives une chute brutale des marchés de capitaux.

Si les causes et les circonstances économiques qui se trouvent à l'origine de telles situations varient, leur scénario paraît commun en ce qu'il repose sur une réaction soudaine et de masse.

Comme il est difficile de concevoir qu'une large majorité d'investisseurs aient commis la même erreur de jugement avant d'en prendre collectivement conscience, la tentation est grande, sans nier évidemment l'effet d'entraînement, d'imputer leur comportement à des influences externes. La foi vouée, à tort ou à raison, aux notations accordées par les « *rating agencies* » aux émetteurs ou aux instruments auxquels les investisseurs ont fait confiance place ces agences au premier rang des responsables potentiels (B. Colmant, C. Samson, 2008, *l'année du krach : De Boeck & Larquier 2008*, p. 91. - AMF, *Rapp. 2008 sur les agences de notations*, 22 janv. 2009).

Dans la crise financière actuelle, déclenchée par l'effondrement du marché « *subprimes* », elles paraissent effectivement avoir contribué d'abord à la mauvaise appréciation des risques pris par les investisseurs et ensuite au mouvement de panique qui a envahi ces derniers au courant de l'été 2007. Les ratings attribués aux émissions de titrisation des crédits « *subprime* » furent trop longtemps excellents et sans doute exagérés (plus de 80 % des titres étaient notés AAA selon le FT, *Lex column : as simple as ABX*, 6 December 2007).

Lorsqu'enfin les agences ont révisé leur modèle d'évaluation, elles ont manqué d'en prévenir les investisseurs, provoquant par des notations déconnectées des cours pratiqués sur les marchés secondaires, tout en entretenant la confusion entre les notes accordées aux traditionnelles émissions de dettes et celles données aux produits structurés, une totale incompréhension. Le principal reproche qu'elles doivent essayer consiste précisément dans le fait de ne pas avoir pris suffisamment tôt toute la mesure des différences essentielles qui distinguent l'évaluation de la capacité de remboursement d'un émetteur d'une obligation et l'appréciation du risque de performance d'un produit structuré alors que la

« L'absence de fiabilité des notations de produits structurés durant la crise »

première peut s'appuyer sur les données historiques et que la seconde consiste essentiellement en une projection dans le futur.

N'hésitant pas à être associées à la conception de tels produits structurés afin qu'ils obtiennent la note souhaitée, les agences de notation auraient dû y être particulièrement sensibles.

La recherche de profit les a incité non seulement à ignorer trop longtemps les conflits d'intérêts dans laquelle les plaçait leur activité de conseil (J.-M. Moulin, *Conflits d'intérêts chez les agences de notation : Bull. Joly Bourse 2008, n° spécial, p. 580*), mais encore à ne pas se doter des ressources et des méthodes adéquates pour servir le marché lucratif de la notation des produits structurés en fournissant aux investisseurs des évaluations spécifiques et appropriées.

La situation oligopolistique dont jouissent les grandes agences de notation ne les a pas encouragées à prévenir la critique quant à l'indépendance et à la neutralité de leurs évaluations.

Le développement d'un code de bonne conduite sous l'égide de l'OICV-IOSCO traduit certes leur préoccupation d'inspirer une plus grande confiance aux investisseurs (www.iosco.org).

Régulièrement révisées, ces normes communes répondent pour l'essentiel aux faiblesses dérivées du « *business model* » dans lequel l'évaluateur est presque toujours rémunéré par l'évalué voir associé à la configuration du titre noté.

Jusqu'avant la crise, les régulateurs des marchés de capitaux autant que les gouvernements s'accordaient de ce fait à se satisfaire de ce mouvement d'autorégulation (V. en particulier la Communication de la Commission européenne : JOCE n° C 59, 11 mars 2006, p. 2). Seule l'Italie et la France ont développés certaines normes obligatoires (A. Couret, *Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation : Rev. sociétés 2003, p. 765*. - A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier : Dalloz 2008, n° 239*). Mais le législateur américain auquel la Commission européenne emboîte maintenant le pas, ne sont plus prêts à se fier à la discipline du marché.

Aux États-Unis, le « *Credit Rating Reform Act* », adopté le 29 septembre 2006 (S. 3850 [109th] : *Credit Rating Agency Reform Act 2006*) a ouvert la voie à un contrôle de plus en plus strict des agences de notation reconnues sur un plan national.

Elles y sont notamment soumises à un enregistrement auprès de la SEC qui vérifie leur capacité financière, organisationnelle et méthodologique à accomplir leur mission (V. en particulier les nouvelles règles d'enregistrement adaptées le 26 juin 2007 dont un renforcement sensible a été décidé le 3 décembre 2008 (www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm)).

En même temps, la SEC s'efforce d'éviter que les investisseurs soient invités à travers des renvois par la réglementation financière à la notation d'un titre à prêter une trop grande importance à celle-ci.

La Commission européenne a dévoilé ses intentions dans une proposition de directive publiée le 12 novembre 2008 (COM (2008)704).

Le régime préconisé s'articule autour d'exigences destinées à garantir l'indépendance, la transparence et la qualité du processus de notation et à prévenir les situations de conflits d'intérêts et d'un système d'enregistrement et de surveillance des agences de notation.

S'il ressemble ainsi dans son architecture générale au régime américain, les obligations que devraient respecter les agences divergent cependant dans leur définition autant que leur degré de précision de celles imposées par la SEC ou prévues par le code de conduite de OICV-IOSCO.

Il est regrettable que la Commission n'ait pas pris soin de s'expliquer davantage sur ces différences qui risquent d'engendrer des conditions de concurrence inégalitaires – « *unlevel playing field* » – sans élever réellement le niveau de qualité de la notation.

Seule la définition de standards harmonisés au niveau international permet à terme de contraindre les agences qui, pour la plupart, déploient leur activité sur un plan mondial.

Le rôle que la Commission entend confier aux autorités de contrôle pour surveiller le respect d'exigences formulées en termes d'obligations strictes constitue une autre particularité de sa proposition.

Placée dans la situation ambiguë de devoir classer la liste des agences dont les notations peuvent être utilisées à des fins réglementaires ou prudentielles tout en exerçant une fonction de surveillance, les autorités de surveillance nationales s'exposent à un risque de responsabilité si elles doivent apprécier, comme le suppose la proposition de directive, les méthodes d'évaluation utilisées par lesdites agences. Elles n'y sont certainement pas préparées. Mieux vaudrait cantonner leur supervision au respect d'exigences structurelles et organisationnelles qui influencent le processus d'évaluation plutôt que la méthodologie proprement dite (dans le même sens CESR/08-671).

La désignation de l'autorité de surveillance compétente pour enregistrer et surveiller une agence de notation repose dans la proposition de directive sur le principe classique de la compétence du pays d'origine, c'est-à-dire celui où l'agence décide d'établir son siège.

De façon originale, la Commission préconise toutefois que le CERVM-CESR reçoive toutes les demandes d'enregistrement et donne également son avis sur les décisions d'administration et, le cas échéant, de retrait, dont les autorités nationales ne peuvent s'écarter qu'au prix d'une justification.

Si cette intervention du CERVM-CESR contribuerait, sans doute, à définir une approche plus homogène des autorités nationales, elle n'empêcherait pas chacune d'elles d'arrêter ses propres critères de décision.

L'écueil aurait pu être évité en confiant la mission

d'enregistrement à une agence européenne unique, mais l'idée se serait heurtée à de vives réticences politiques.

En revanche, le modèle coopératif suivi pour la reconnaissance des agences de notation dont les évaluations peuvent être prises en considération par les établissements de crédit pour leur calcul de fonds propres, au titre des directives sur l'adéquation des fonds propres (dite « CRD », 2006/48/CE et 2006/49/CE), aurait mérité une plus grande attention.

Il présente en effet l'avantage d'avoir su accorder les autorités de surveillance en charge des banques sur les lignes de conduite communes élaborées sous l'égide des CECB-CEBS (CEBS : *Guidelines for recognising External Credit Assessment Institutions*, 20 janv. 2006, www.c-eb.org/pdfs/GL07.pdf).

Flexible, l'approche n'a pas moins abouti à une large harmonisation des critères de reconnaissance qu'il faut souhaiter également pour les conditions d'enregistrement des agences de notation.

Il est d'autant plus surprenant que la Commission n'en ait pas tenu compte alors qu'un futur régime des agences de notation devra de toute manière soit intégrer, soit supplanter les exigences résultant à ce niveau des « CRD ».

Plus fondamentalement, la proposition de la Commission soulève la question de l'opportunité d'un régime européen d'enregistrement et de surveillance des organes de notation.

Une telle initiative est-elle vraiment susceptible d'éviter qu'à l'avenir les agences de notation puissent exercer une influence négative sur les investisseurs et contribuer ainsi à provoquer des situations de crise comme celle que nous venons de connaître ? Car telle est bien la raison qui a déterminé les politiques à exiger un contrôle des agences alors que ni les acteurs du marché (ESME : *Role of Credit rating Agencies*, June 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf) ni les autorités de contrôle (CESR's *Second Report to the European Commission on the compliance of rating agencies with the IOSCO code and the Role of credit rating agencies in structured finance*, may 2008, CESR/08-277) ne sont convaincues du bien fondé de la proposition.

Deux éléments nous semblent devoir être considérés à ce propos. Profitant d'une situation oligopolistique, les grandes agences de notation sont d'autant moins enclines à se soumettre à de nouvelles exigences que le régime actuel les met largement à l'abri d'actions en responsabilité. L'incitation à garantir un plus haut niveau de qualité et de transparence et à s'astreindre à une franche indépendance vis-à-vis des émetteurs ne peut venir que de la pression de nouveaux concurrents.

Loin de favoriser la concurrence, le régime préconisé pourrait, au contraire, décourager l'arrivée de nouveaux acteurs. Faut-il rappeler que seules neuf agences figurent sur la liste officielle de la SEC ?

« La Commission européenne propose de soumettre les agences à un système d'enregistrement et de contrôle »

L'une des leçons que l'on doit tirer de la crise c'est que les investisseurs, même les plus sophistiqués, accordent un crédit beaucoup trop important aux notations, comme la Commission européenne l'a d'ailleurs elle-même reconnu (*Commission : Tackling the problem of excessive reliance on ratings*).

Plutôt que de fonder leurs décisions sur des évaluations pour lesquelles les agences refusent catégoriquement toute responsabilité, même en cas d'erreur d'appréciation grossière, mieux vaudrait que les investisseurs apprennent et s'efforcent de se forger leur propre jugement sur la valeur des titres qu'ils acquièrent.

« L'opportunité discutable de l'initiative de la Commission »

Le système d'enregistrement proposé risque de donner à cet égard un signal de reconnaissance pervers et d'encourager encore plus les investisseurs à faire confiance aux agences bénéficiant de ce nouveau label officiel.

L'étude d'impact sur laquelle repose l'initiative de la Commission ne tient qu'insuffisamment compte de ces deux inconvénients majeurs.

À croire que la solution était dictée d'avance par des considérations purement politiques.

Espérons que le débat qu'elle ne manquera pas de provoquer conduira le Conseil et le Parlement à privilégier l'efficacité à des effets d'annonce.

OFFRE D'ABONNEMENT

Revue de Droit Bancaire et Financier

OUI Je m'abonne à la revue pour toute l'année 2009 (6 numéros par an + tables annuelles) au prix de 356,33 € TTC.

Je recevrai donc également les numéros de la parus depuis le début de l'année.

Je m'abonne à partir du mois en cours au coût mensuel de 29,69 € TTC.

Je ne recevrai que les prochains numéros à paraître jusqu'à la fin de l'année.

RELIURES

Je commande la reliure permettant de conserver 3 années de la revue.

Je souhaite _____ reliure(s) au prix unitaire de 24,27 € TTC

Sauf avis contraire de votre part avant le 1^{er} décembre, nos abonnements se renouvellent d'année en année par tacite reconduction pour une période d'un an. Conformément à la législation en vigueur, vous disposez d'un droit d'accès et de rectification pour toute information vous concernant.

A renvoyer par Courrier : LexisNexis
Relation client - 141, rue de Javel - 75747 Paris cedex 15

ou par Fax : 01 45 58 94 00

Commande sur internet : <http://boutique.lexisnexus.fr/>

Votre numéro d'abonné LexisNexis
(si vous le connaissez)

Mlle Mme M. NOM/PRÉNOM

SOCIÉTÉ/ÉTABLISSEMENT

ADRESSE

CODE POSTAL

VILLE

TÉL.

FAX

E-MAIL

NAF

SIRET

DATE/CACHET ET SIGNATURE

9A01-RDB

0 821 200 700

0,112 € puis 0,09 €/min à partir d'un poste fixe



LexisNexis®

Tarifs valables en France métropolitaine jusqu'au 31/12/2009.
DOM-TOM et étranger : abonnement annuel 2009 : 376,92 €^{HT}, reliure : 25,30 €^{HT}.
TVA : 2,10%. 552 029 431 RCS Paris.