

CRISE FINANCIÈRE

La remise en cause des notations



Isabelle Augé

Consultante
VBF Consulting



Nathalie Boutonnet

Consultante
VBF Consulting

Différents travaux de place ont été engagés pour réfléchir au rôle et à l'encadrement des agences de notation : consultations de l'OICV et du CESR ; rapport du Forum de la Stabilité Financière. À l'issue de ces travaux, prévus pour le mois de mai, la Commission européenne devra prendre position.

Dès le début de la crise financière, les agences de notation se sont trouvées sous les feux de la rampe, désignées par l'ensemble de la profession comme des acteurs majeurs dans le déclenchement de la crise l'été dernier, son extension et dans le développement même de la bulle des subprimes.

QUE REPROCHE-T-ON AUX AGENCES DE NOTATION ?

La qualité des notations des opérations structurées et de titrisation.

La note AAA émise par les agences est aujourd'hui jugée comme trop "généreuse", rassurant fictivement l'investisseur sans appréhension du risque réel encouru. Le manque de transparence des agences sur la conception des modèles de notation est par ailleurs pointé du doigt.

Le conflit d'intérêts. Les agences sont rémunérées par les émetteurs qui sollicitent leurs services. La notation des produits structurés a représenté ces dernières années une part importante des revenus des agences, ces dernières jouant parfois un rôle de conseil dans la constitution même du montage. Il y a donc opposition entre deux activités : conseil et notation.

La situation oligopolistique des agences. Trois grandes agences :

Moody's, Standard & Poor's et Fitch se partagent 95 % du marché et toutes sont américaines.

Ces divers constats révèlent en fait une évolution mal maîtrisée du rôle des agences de notation.

QUELLE EST LA VALEUR D'UNE NOTE ?

La notation des agences évalue le risque de solvabilité des emprunteurs (entreprises privées ou publiques, États, collectivités locales) et mesure précisément le risque de non-remboursement de leurs dettes. La note émise permet aux investisseurs d'avoir accès à une information simple, lisible et synthétique sur le risque de défaut d'une entité économique qui sera sa contrepartie. Il s'agit ainsi d'un avis et non d'une garantie !

Le développement et la complexité des produits ont amené les agences à noter non plus la solvabilité

“ La note est le reflet de la qualité et l'exhaustivité des informations qui sont fournies aux agences, rejetant ainsi une part de responsabilité sur les émetteurs eux-mêmes. ”

d'un actif mais une combinaison de sous-jacents.

Dans leurs réponses aux attaques qu'elles subissent, les agences soulignent qu'elles ne fabriquent en aucun cas un prix et qu'elles n'évaluent pas non plus la liquidité d'un produit. La note est le reflet de la qualité et l'exhaustivité des informations qui leur sont fournies, rejetant ainsi une part de responsabilité sur les émetteurs eux-mêmes.

LA NOTATION EST DEVENUE UN RÉFÉRENT

Le rôle des agences s'est renforcé avec la mise en œuvre de Bâle II. Les établissements français assujettis ayant choisi la méthode dite "standard" doivent utiliser les évaluations externes établies par des organismes externes d'évaluation et de crédit (OEEC) reconnus et listés par la Commission Bancaire. Ceux qui ont choisi des méthodes plus perfectionnées fabriquent leur propre notation mais utilisent la notation externe comme un benchmark. Lors de son dernier rapport sur les agences, en janvier 2008, l'AMF soulignait l'utilisation quasi-systématique des notes des agences aussi bien pour des décisions d'allocation d'actifs que dans le cadre réglementaire de Bâle II.

LA POSITION DES AUTORITÉS DE TUTELLE

Face à l'ampleur de la crise, les régulateurs ont engagé des actions tant au niveau international qu'euro-péen avec une limite liée à la structure même de la profession régie par un code de

bonne conduite (IOSCO code) élaboré en 2003 par l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs) [1]. Ce code traitait les produits dits "classiques". L'évolution des produits proposés sur les marchés financiers a contraint le groupe de travail de l'OICV à revoir et proposer des recommandations plus adaptées à leur complexité. L'étude publiée en mars 2008 est soumise actuellement à la profession qui doit répondre pour le 25 avril prochain aux thèmes suivants : qualité et intégrité de la notation ; prévention des conflits d'intérêts ; responsabilité des agences envers les investisseurs et les émetteurs ; traitement par les agences de l'information confidentielle. De son côté, dès septembre 2007, la Commission européenne a demandé au CESR de revoir le rôle des agences de notation et l'application du IOSCO code dans le cadre des produits structurés. Ce rapport est basé sur la consultation publique des différents participants financiers (agences de notation, établissements financiers...) et sera publié

“ Une surveillance des agences de notation est envisagée par un audit annuel réalisé par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières. ”

fin mai 2008. Les principaux thèmes abordés sont :

- la transparence des méthodologies de notations ;
- le contrôle de la performance des notations ;
- les ressources humaines ;
- les conflits d'intérêts.

Le G7 a également donné mandat au Forum de la Stabilité Financière pour produire en avril 2008 un rapport sur le sujet. Ce dernier travaille avec l'OICV sur la pertinence des modèles de notation.

Enfin, les cinq principales agences travaillant ensemble depuis octobre 2007 à l'amélioration et à la fiabilité de leurs notations ont répondu favorablement à tous les axes thématiques proposés par le CESR et cités précédemment.

QUE FAUT-IL ATTENDRE DES TRAVAUX ENGAGÉS ?

À court terme, en mai prochain, le résultat de l'ensemble des consultations et des travaux de place (consultation de l'OICV, résultat des travaux du Forum de la Stabilité Financière...) sera publié. Toutefois, face à la question d'un encadrement réglementaire plus important, les réponses

diffèrent : aux États-Unis, la loi sur la réforme des organismes de notation de crédit (Rating Agency Act) est entrée en application en juin 2007, réglementant le statut de ces organismes, les NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization). Ils doivent s'inscrire auprès de l'autorité de contrôle américaine, la Securities and Exchange Commission (SEC) en déposant un dossier répondant à un certain nombre d'exigences. Cette loi habilite par ailleurs la SEC à contrôler ces agences et à les sanctionner en cas de non-respect de la loi. Au niveau européen, la question de l'aménagement de la réglementation reste posée et la position de la Commission européenne n'est pas arrêtée : une surveillance des agences de notation est envisagée par un audit annuel réalisé par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM). L'AMF devra tenir compte de ces paramètres.

Enfin, cette situation n'est pas sans effet sur les investisseurs quant à l'utilisation de la notation, et sur les établissements financiers qui devront à minima réviser leur mode de relations avec les agences et peut-être leurs modèles internes de notation. ■

[1] IOSCO code ; IOSCO (International Organization of Securities Commission) est le sigle anglais de l'OICV.

SÉMINAIRE D'ACTUALITÉ

Droit des Marchés Financiers

POINT ANNUEL

- ▽ La mise en oeuvre de la directive MIF
- ▽ La relation clients
- ▽ Actualités juridiques - Banque de Détail
- ▽ Actualité juridiques - Marchés Financiers
- ▽ Dérivés/Marchés de gré à gré

À Paris, le mercredi
18 juin 2008
de 9h30 à 16h30



Séminaire animé par :

JEAN-PIERRE BORNET,

Directeur Adjoint, Banque
Fédérale des Banques Populaires

PHILIPPE GOUTAY,

Avocat à la cour, GIDE Loyrette Nouel

KAROLE-ANNE SAUVET,

Avocat à la cour, GIDE Loyrette Nouel

Demos - 20 rue de l'Arcade 75008 Paris - 01.44.94.58.43 - banques@demos.fr - www.demos.fr

 **demos**