



Résumé

I. La naissance de la notation financière et le monopole de ses trois principaux acteurs

La notation financière est apparue aux États-Unis au début du XX^e siècle afin de faciliter l'analyse du risque de crédit à une époque d'afflux de titres obligataires sur le marché

new-yorkais. John Moody décide alors de publier des fiches de renseignements économiques, commerciaux et financiers sur les entreprises cotées, et d'ajouter une note qui mesure le risque de défaut de paiement. Après un développement très important, la crise des années 1930, la Seconde Guerre mondiale puis une croissance d'après-guerre largement financée par l'intermédiation bancaire marquent un coup d'arrêt à l'activité de notation.

Dans les années 1970, le boom des obligations *Corporate* - dont le marché passe de 1,1 Md\$ en 1977 à 24,2 Md\$ en 1989, la libéralisation des mouvements de capitaux ainsi que les besoins de financement croissants des États, qui optent pour des supports d'endettement facilement échangeables sur les marchés financiers, marquent le renouveau de la notation.

Enfin, l'essor des jeunes entreprises du secteur *high-tech* et le développement de la titrisation achèvent de consolider l'industrie de la notation dominée par trois acteurs : Fitch, Moody's et Standard & Poor's. Ces trois agences ont réalisé en 2011 une marge opérationnelle comprise entre 31 % et 41 % - profits exceptionnels confortés par trois facteurs :

- le rôle de « quasi-régulateur » des agences de notation, les réglementations financières se référant directement aux notations des agences pour imposer aux investisseurs la qualité des titres qu'ils peuvent acheter ou détenir ;
- la situation oligopolistique de ces agences qui concentrent à elles trois 97 % de parts de marché au niveau mondial ;
- un modèle économique fondé sur le principe d'émetteur-payeur.

II. L'incapacité des agences à anticiper les crises et leur propension à les aggraver

L'action des agences de notation présente plusieurs limites. La principale tient à leur incapacité à prévoir les crises de dette et leur tendance à « surréagir » une fois que la crise est avérée. La tendance des agences à dégrader massivement les émetteurs de dette au début d'une récession a inévitablement des effets

pro-cycliques d'aggravation de la crise (cf. la crise asiatique de 1997-98). Au cours des dernières années, à leur incapacité d'évaluer efficacement le risque de défaut inhérent aux produits structurés a succédé, en 2008, une dégradation massive de ces produits encore notés AAA au 1^{er} janvier 2008. Se conformant aux règles prudentielles internes et aux réglementations financières, les investisseurs ont alors vendu en catastrophe des titres désormais notés trop risqués. La panique provoquée par ces ventes massives a fragilisé le secteur bancaire et abouti à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

Seuls les plans de soutien mis en place par les grands États industrialisés ont permis d'éviter une dépression économique majeure. Toutefois, ces mesures ont contribué à transférer une partie du risque bancaire et *Corporate* vers les États. La crise des dettes souveraines européennes qui s'amorce fin 2009 est une nouvelle illustration de l'action pro-cyclique des agences. Convaincues du « rôle protecteur » de l'euro, elles ont globalement eu tendance à surestimer la soutenabilité des dettes publiques des pays du Sud de l'Europe. Quand en 2009 et surtout en 2010, S&P, puis Fitch et Moody's ont pris conscience du fardeau des dettes publiques et procédé à des *downgrades* massifs, ces abaissements de notes ont été d'autant plus dommageables qu'ils ont dévalorisé partiellement les garanties apportées par les États aux établissements de crédit, entraînant *de facto* le *downgrade* de ces derniers.

Aux États-Unis, les enquêtes diligentées par le régulateur en 2008 puis par le Sénat américain en 2011 ont pointé l'opacité des méthodologies et des processus de notation, les défaillances des procédures d'audit interne et l'existence de conflits d'intérêts inhérents au modèle émetteur-payeur.

III. Une réglementation européenne bientôt en place ?

S'inspirant de la loi « Dodd Franck », l'Europe souhaite se doter d'une réglementation cohérente et ambitieuse s'agissant de l'encadrement des agences de notation. Le règlement du 16 septembre 2009 est ainsi en cours d'amendement dans le sens d'un contrôle accru des agences en matière de conflits d'intérêts, de transparence, de fréquence des notations, de rotation et de responsabilité civile dans les cas d'infraction intentionnelle ou de négligence manifeste. Cette proposition entend également obliger les institutions financières à développer leurs propres analyses du risque de crédit et à ne plus dépendre des *ratings* et les principaux régulateurs européens à procéder, d'ici au 31 décembre 2013, aux retraits des notations des réglementations financières lorsqu'ils le jugeront utiles.

Les propositions de l'Institut Montaigne

IV. Comment se « désintoxiquer » de la notation financière ?

Parmi les propositions en cours d'élaboration au niveau européen, l'Institut Montaigne converge vers six d'entre elles qui nous semblent fondamentales :

Proposition 1 : sortir la notation de la réglementation financière

La proposition de règlement européen qui entend obliger les principaux régulateurs européens, tels que l'Autorité Bancaire Européenne et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF), à procéder, d'ici au 31 décembre 2013, aux retraits des notations des réglementations financières constitue une mesure indispensable pour se désintoxiquer de la notation.

Proposition 2 : ré-internaliser l'analyse du risque

La seule alternative crédible à la notation passe par le développement de systèmes de *scorings* au sein des grands établissements de crédit et compagnies d'assurance. Ces *scorings* à usage interne supplanteraient le recours aux notes d'agences. Les régulateurs nationaux seraient chargés de vérifier qu'ils ne sont pas des extrapolations des notations financières mais qu'ils reposent bien sur des modèles robustes et indépendants, pouvant incorporer non seulement le risque de crédit, mais également les autres types de risque (liquidité, change, contrepartie, etc.).

Proposition 3 : instaurer une plateforme de notation

L'instauration d'une plateforme au sein de l'AEMF qui aurait pour mission de compiler les informations relatives aux émetteurs de dette (instruments notés, *ratings*, changements de note et de perspective survenus avec les dates) est positive. Elle offrirait aux émetteurs et aux investisseurs une vue d'ensemble des actions engagées par les diverses agences enregistrées. Les parlementaires européens pourraient cependant se montrer encore plus ambitieux en permettant à l'AEMF de comparer les notes des agences entre elles et en comparant leurs performances.

Proposition 4 : lutter efficacement contre les conflits d'intérêts entre les agences et leurs actionnaires

S'agissant des investisseurs qui sont simultanément au capital de deux agences de notation, il serait pertinent d'exiger des agences qu'elles publient, dans leurs rapports annuels par exemple, la liste de leurs vingt premiers actionnaires ou la liste des actionnaires détenant au moins 1 % de leur capital, ainsi que les participations de leurs actionnaires de référence (et non 5 % comme le propose aujourd'hui la Commission) dans les entités qu'elles notent.

Proposition 5 : donner à l'AEMF un droit de regard sur les moyens des agences

En revanche, les législateurs européens devraient être plus vigilants en ce qui concerne les effectifs des agences. Aux États-Unis, les enquêtes de la *Securities and Exchange Commission* et les auditions conduites par le Sénat américain ont prouvé que les agences sont en situation de sous-effectif chronique. Entre 2002 et 2006, Moody's a augmenté ses effectifs en charge de la notation des CDOs de 24 % alors que le nombre de CDOs notés connaissait un bond de 700 %. Par conséquent, il conviendrait que l'AEMF surveille de près l'évolution des moyens affectés pour chaque classe d'actif et signale les cas où le risque de sous-effectif est susceptible d'entamer la qualité des *ratings*.

Proposition 6 : instaurer une publicité des infractions constatées

Le législateur européen souhaite instaurer une responsabilité civile des agences : les infractions relatives au non-respect des règles de lutte contre les conflits d'intérêts, de transparence, ou encore l'absence de notification et de révision d'une note suite à la découverte d'une erreur de méthodologie constituent des fautes qui devraient ouvrir la voie à des recours de la part des investisseurs. À cette mesure, inadéquate et peu réaliste, nous préférons l'institution d'une obligation de publicité la plus large possible (une annonce dans un organe de presse économique dans chaque pays où l'agence est présente), aux frais de l'agence, des infractions qui seraient relevées par l'AEMF.