

# l'évaluation

• Cahiers de

N°5 – Février 2011

DOSSIER

## Notation = évaluation ?

### Vol. 2 – La notation financière

Avant-propos

Résumé du numéro

Marchés financiers et crise

Les agences de notation

Filmographie

Billet de l'économiste

Nicolas Treich, TSE

Entretien

avec

Jean-Pierre

JOUYET

# Quelques clefs de lecture...

## Règles du jeu

Revue électronique semestrielle de quelques dizaines de pages publiant des articles et des interviews.

Les articles proposés sont soumis à l'appréciation d'un Comité d'orientation dont les avis concourent au choix des textes et, éventuellement, à leur amélioration, tant en ce qui concerne leur qualité scientifique que la clarté de leur exposé.

Les opinions et les jugements exprimés par les auteurs n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquelles ces auteurs appartiennent. Ils n'engagent, *a fortiori*, ni la Direction générale du Trésor ni le ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie ni le Centre d'analyse stratégique.

## Définitions

- L'**évaluation** consiste à porter un jugement de valeur fondé sur une démarche cognitive.
- Les **politiques publiques** englobent toutes les modalités d'action permettant aux pouvoirs publics (au sens large) d'infléchir les comportements des acteurs sociaux en vue de l'intérêt général.

## Dossiers

- **De nombreuses histoires d'évaluation à raconter**, des histoires réussies et d'autres moins. Ce sont ces histoires que *Les Cahiers* se proposent de rapporter dans des **dossiers thématiques** afin de favoriser une compréhension intuitive des problématiques d'évaluation.
- **L'accent est mis sur les aspects concrets de l'évaluation**, en privilégiant, dans la mesure du possible, des exemples d'évaluation appliquée et en proposant dans chaque numéro l'interview d'une personnalité (décideur, expert, acteur de la société civile) à l'expérience reconnue.
- **Chaque dossier constitue une entité autonome**, une « brique » d'information pouvant être lue indépendamment. Suivant leur importance, les dossiers seront traités en un ou plusieurs numéros.
- **Chaque dossier s'articule autour d'articles choisis pour leur capacité à éclairer la thématique abordée**. Ce sont, en général, des articles ayant déjà été publiés, accompagnés de compléments rédigés par la rédaction (biographie, encadrés méthodologiques, définitions...) mais il pourra être fait appel, le cas échéant, à des contributions originales.

## Interrogations

- Qu'est ce que l'évaluation ? Que sont, au juste, les politiques publiques ? À ce stade, les réponses ne peuvent être qu'esquissées. Les définitions proposées ci-contre, pour imparfaites qu'elles soient, présentent le mérite d'ouvrir une large avenue à l'évaluation des politiques publiques et donc de ne pas restreindre *a priori* le champ d'investigation de la revue.
- L'explication des termes économiques peut, par ailleurs, être recherchée sur des glossaires en ligne, notamment celui proposé par la revue *Problèmes économiques* de la Documentation française.

**Directeur de la publication :** Benoit Coeuré, directeur général adjoint à la Direction générale du Trésor  
**Rédactrice en chef :** Martine Perbet, Direction générale du Trésor - Mel : [martine.perbet@dgtresor.gouv.fr](mailto:martine.perbet@dgtresor.gouv.fr)  
**Secrétaire :** Martine Perbet, Direction générale du Trésor  
**Relecture typographique :** Jean-Michel Krassovich et Catherine Yovanovitch, Centre d'analyse stratégique  
**Renseignements :** Tél. : 01 44 87 72 90 - Fax : 01 53 18 36 28 - Mel : [cahiers-evaluation@dgtresor.gouv.fr](mailto:cahiers-evaluation@dgtresor.gouv.fr)  
**Diffusion :** Sites [www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr) et [www.tresor.economie.gouv.fr](http://www.tresor.economie.gouv.fr)

ISSN 1760-5725

## Comité d'orientation :

**Claire Aubin**, inspectrice générale à l'Inspection générale des affaires sociales/IGAS, ministère du Travail, de l'emploi et de la santé  
**Alban de Loisy**, chef de la mission d'évaluation des politiques publiques (MEPP) au ministère du Budget, des Comptes publics, de la Fonction publique et de la Réforme de l'État  
**Anne-Marie Brocas**, directrice de la Direction de la recherche, de l'évaluation, des études et des statistiques/DREES, ministère du Travail, de l'emploi et de la santé  
**Dominique Bureau**, délégué général au Conseil économique pour le développement durable/CEDD, ministère de l'écologie, du développement durable, des transports et du logement  
**Elisabeth Buskspan**, inspectrice générale des Finances à l'IGF, ministère du Budget, des Comptes publics, de la Fonction publique et de la Réforme de l'État, porte-parole du gouvernement  
**Vincent Chriqui**, directeur général du Centre d'analyse stratégique/CAS,  
**François Écalte**, conseiller référendaire à la Cour des comptes  
**Annie Fouquet**, inspectrice générale des Affaires sociales, présidente de la Société française de l'évaluation,  
**Michel Houdebine**, chef du service des politiques publiques à la Direction générale du trésor /DGT  
**Jean Maia**, chef du service de la législation et de la qualité du droit au Secrétariat général du gouvernement/SGG,  
**Bertrand du Marais**, conseiller d'État, section du contentieux et section de l'administration au Conseil d'État  
**Françoise Maurel**, chef du service Économie, évaluation et intégration du développement durable, ministère de l'écologie, du développement durable, des transports et du logement  
**Bernard Perret**, chef de la mission Évaluation des politiques publiques au Conseil général de l'environnement et du développement durable/CGEDD, ministère de l'écologie, du développement durable, des transports et du logement  
**Michel Quéré**, directeur de la Direction de l'évaluation, de la prospective et de la performance au ministère de l'Éducation nationale, de la jeunesse et de la vie associative  
**Fabienne Rosenwald**, directrice du service de la statistique et de la prospective, ministère de l'Agriculture de l'alimentation, de la Pêche, de la ruralité et de l'aménagement du territoire  
**Béatrice Sédillot**, chef de service adjointe au directeur de la Direction de l'animation, de la recherche, des études et des statistiques/DARÈS ministère du Travail, de l'emploi et de la santé  
**Nicolas Treich**, directeur de recherche à l'Institut national de la recherche agronomique, chercheur au LERNA, Toulouse School of Economics (TSE).

## DOSSIER : Notation = évaluation ?

### Vol. 2 – Notation financière \*

Avant-propos de Ramon Fernandez.....p. 4

Résumé du numéro.....p. 5

#### Marchés financiers et crise

① Histoire des marchés financiers.....p. 14

② La déréglementation au XX<sup>e</sup> siècle.....p. 18

③ ...et naissance des *muni-bonds* aux Etats-Unis...p. 24

④ La crise des *subprimes*.....p. 29

#### Les agences de notation

⑤ Les agences de notation depuis 1841.....p. 37

⑥ Pourquoi faut-il encadrer leur activité ?.....p. 44

⑦ Les agences sont-elles irremplaçables ?.....p. 51

⑧ Des modèles inadaptés ?.....p. 58

⑨ Wall Street trop influent ? .....p. 63

⑩ Des investisseurs peu perspicaces ?.....p. 69

⑪ Une responsabilité juridique inopérante ?.....p. 73

⑫ *Quid* de la notation des États ?.....p. 80

Filmographie .....p. 88

Billet de Nicolas Treich (Toulouse School of Economics)....p. 90

Entretien

avec

Jean-Pierre

JOUYET

p. 6

**\*Avertissement.** La première partie « Marchés financiers et crise » donne des éléments de contexte que le lecteur averti peut négliger. Un coup d'œil à la figure 1 de l'article 6 (*Points de défaillance des marchés financiers*) peut être utile avant de commencer la partie sur les « Agences de notation ». Certaines définitions figurent en encadré mais le lecteur peut aussi consulter les glossaires en ligne, notamment ceux du Secrétariat général du Comité consultatif du secteur financier (CCSF) [http://www.banque-france.fr/ccsf/fr/infos\\_prat/glossaire/glossaire.htm](http://www.banque-france.fr/ccsf/fr/infos_prat/glossaire/glossaire.htm) et de Vernimmen. [http://www.vernimmen.net/html/glossaire/gl\\_c.html](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/gl_c.html). Le lecteur est invité à se reporter aux bibliographies des articles et ouvrages cités ainsi qu'aux diverses bibliographies en ligne.



## Avant-propos de Ramon Fernandez

---



La crise financière a projeté les agences de notation sous les feux de l'actualité. En révélant l'échec du système financier à assurer un contrôle des risques pris suffisant, elle a imposé aux gouvernements de revisiter l'encadrement des marchés financiers et, en particulier, de revenir sur l'autorégulation des agences de notation de crédit. La crise a montré le rôle systémique, et parfois controversé, de ces institutions privées, pourvoyeuses d'informations très sensibles pour les marchés financiers.

La dégradation très rapide des notes attribuées aux produits dits « toxiques » à partir de 2007 pose la question du rôle que doivent jouer ces institutions. Différentes raisons ont été avancées pour expliquer que les agences aient été amenées, après avoir noté favorablement certains produits très complexes, à réviser brutalement ces notes : des raisons techniques - les modèles seraient peu adaptés à la dernière génération de produits - et des raisons de gouvernance - l'intérêt particulier des agences pouvant ne pas converger avec l'intérêt général. Le caractère systémique de la crise que nous venons de traverser, qui a nécessité un soutien des pouvoirs publics, légitime pleinement l'intervention publique pour réguler l'industrie de la notation. C'est dans ce contexte qu'une réflexion s'est engagée, sous l'égide du Conseil de stabilité financière qui a édicté des principes en ce sens, pour réduire la dépendance, notamment réglementaire, à l'égard des notations, parallèlement aux initiatives nationales comme le *Dodd Frank Act* qui fixe un calendrier de révision de la réglementation financière américaine. La France œuvre pour que ces principes soient soutenus par nos partenaires au sein de l'Union européenne ainsi qu'au sein du G20 et du G8 dont elle assure cette année la présidence.

Dans son billet en fin de numéro, Nicolas Treich (*Toulouse School of Economics*) souligne que la crise financière est une illustration spectaculaire des problèmes posés par les imperfections d'information. C'est d'ailleurs ce que confirme l'ampleur des délits d'initiés récemment détectés par la SEC et le FBI aux Etats-Unis. Ces utilisations stratégiques de l'information donnent une idée de la complexité de l'intervention publique, complexité qui revêt d'autres formes dans d'autres domaines, la santé ou l'environnement, par exemple. Aujourd'hui plus que jamais, le décideur public doit mobiliser les connaissances, s'appuyer sur l'ensemble des savoirs, ce qui suppose de revitaliser les échanges avec les milieux académiques à différents niveaux. C'est dans cette perspective que s'inscrit le partenariat engagé en 2010 entre les *Cahiers de l'évaluation* et *Toulouse School of Economics* qui vous donnera le plaisir de retrouver le billet de Nicolas Treich dans les prochains numéros.

Ramon Fernandez  
Directeur général du Trésor



## Résumé du numéro 5

« Les marchés financiers, comme tous les marchés, sont un lieu où l'information est imparfaite, plus précisément asymétrique : certains agents détiennent une information que les autres ne détiennent pas. Par exemple, lorsque tel organisme financier vend sous la forme de titres un "package" de créances sur le marché de titrisation, il connaît le contenu de son produit et, normalement, sa viabilité, ce qui n'est bien sûr pas le cas des acheteurs potentiels. De manière plus générale, tout organisme financier proposant des prêts ne dispose pas d'un certain nombre d'informations concernant les agents auxquels il prête et que ces agents détiennent. On sait, depuis George Akerlof, qu'un marché où règne des **asymétries d'information** est un marché qui menace de disparaître, sous l'effet notamment d'un mécanisme de sélection adverse. Face à l'incertitude concernant le profil exact des emprunteurs, les prêteurs rehaussent leurs exigences pour se prémunir du **risque**, excluant de ce fait tout un ensemble d'agents, rétrécissant ainsi le marché. De ce point de vue, les **agences de notation sont un rouage essentiel des marchés financiers** : en donnant des notes sur la viabilité financière des agents économiques ou des produits, elles rendent publiques des informations qui autrement resteraient privées. Elles contribuent donc à atténuer les asymétries d'information<sup>1</sup>.

### Dossier : Notation = évaluation ?

#### Vol. 2 – Notation financière \*

- 1 Histoire des marchés financiers
- 2 La déréglementation au XX<sup>e</sup> siècle...
- 3 ... et naissance des *muni-bonds* aux États-Unis
- 4 La crise des *subprimes*
- 5 Les agences de notation depuis 1841
- 6 Pourquoi faut-il encadrer leur activité?
- 7 Les agences sont-elles irremplaçables ?
- 8 Des modèles inadaptés ?
- 9 Wall Street trop influent ?
- 10 Des investisseurs peu perspicaces ?
- 11 Une responsabilité juridique inopérante ?
- 12 *Quid* de la notation des États ?

\* Ce numéro est le second volume d'un dossier consacré à la notation. Le premier volume, « De Michelin à eBay », n° 4 des *Cahiers de l'évaluation*, constituait une introduction aux mécanismes de notation.

Les agences de notation sont toutefois la cible de nombreuses critiques. Un des problèmes soulevés est que, quelle que soit la sophistication des méthodes et modèles utilisés pour produire leur notation, cette dernière reste une **opinion** (cf. article 12, *ndlr*) qui repose sur une part de subjectivité. Par ailleurs, les agences ne peuvent, dans l'absolu, être tenues pour responsable de l'utilisation que les agents économiques font des notes qu'elles donnent (cf. article 10, *ndlr*). Enfin, des questions relatives à leur indépendance réelle sont souvent soulevées. À cela, les agences de notation et les défenseurs du système actuel opposent l'argument de la réputation. En substance, une agence qui ne serait pas indépendante ou qui donnerait trop souvent des évaluations erronées doit perdre, à terme, toute crédibilité et donc disparaître. Les agences seraient donc incitées à s'auto-réguler sous peine de voir leur réputation mise à mal. »<sup>2</sup>

Cette autorégulation, qui a prévalu jusqu'ici, est aujourd'hui mise en cause du fait de l'implication manifeste des agences dans la crise. Pourtant, si un consensus se dessine pour mieux encadrer l'activité de *ratings*, la question du « **Comment réguler ?** » reste encore largement ouverte. Le débat technique et politique se poursuit de part et d'autre de l'Atlantique bien que des réformes se mettent déjà en place. L'idée est ici d'aider à comprendre les glissements successifs qui ont conduit ces simples « apporteurs d'opinions » chargés d'éclairer les marchés financiers, à se transformer en oligopoles, corégulateurs de fait des marchés financiers, coproducteurs de titres risqués et, *in fine*, acteurs de crise systémique. Un retour sur l'histoire des marchés financiers (articles 1 et 2), sur le déclenchement de la crise (articles 3 et 4), sur le rôle des agences (articles 5 à 10), sur la protection dont elles ont bénéficié du fait de leur statut juridique (article 11), permettra d'entr'apercevoir la complexité de ces institutions privées. Le caractère manifestement artisanal de la production des *ratings*, eu égard à l'ampleur des enjeux – encore soulignée par les récentes notations souveraines (article 12) –, révèle la **fragilité des mécanismes de notation** dès lors qu'ils ne sont plus des **informateurs « marginaux » des marchés mais en deviennent, du fait de l'histoire, des cadres structurants.**

1 *Ndlr* : sur l'analyse économique des mécanismes de notation ce sujet, le lecteur se reportera à l'article 1 du précédent numéro des *Cahiers*.

2 Cyril Hédoïn, <http://rationalitelimitee.wordpress.com/2008/09/09/faut-il-davantage-reglementer-lactivite-des-agences-de-notation/>





## Le régulateur des agences de notation



**Jean-Pierre Jouyet** préside depuis décembre 2008 l'Autorité des marchés financiers (AMF). Il était auparavant secrétaire d'État chargé des Affaires européennes (2007-2008), chef du service de l'Inspection générale des finances (2005-2007), ambassadeur chargé des questions économiques internationales au ministère des Affaires étrangères (2004-2005) et directeur du Trésor de 2000 à 2004. Directeur adjoint du cabinet du Premier ministre, de 1997 à 2000, il a également exercé dans le privé comme président de Barclay Bank France en 2005 et avocat associé au cabinet Jeantet Associés, de 1995 à 1997. Il a été directeur adjoint puis directeur de cabinet du président de la Commission européenne (1991-1995).

Jean-Pierre Jouyet préside la Commission de réforme de l'ENA et le Conseil de surveillance de l'Institut Aspen. Il est l'auteur de *N'enterrez pas la France*, avec Philippe Mabilie, aux éditions Robert Laffont (2007), de *Une Présidence de crises*, avec Sophie Coignard, aux Éditions Albin Michel (2009) et de "*Nous les avons tant aimés*", aux éditions Robert Laffont (2010), voir encadré de présentation de ce livre en fin de l'entretien.

**Martine Perbet** : Beaucoup de critiques ont été formulées à l'encontre des agences de notation pourtant, trois ans après le début de la crise financière, leurs notes restent déterminantes pour les marchés financiers. Pourrait-on dire, en paraphrasant Winston Churchill, qu'elles sont le pire des systèmes à l'exclusion de tous les autres ?

**Jean-Pierre Jouyet** : Les agences de notation n'ont en effet pas été épargnées par la critique. La vérité oblige à dire que celle-ci n'était pas toujours infondée. Toutefois, force est de constater que la finance ne souhaite pas ou ne parvient pas à se « sevrer » des notations qui restent déterminantes pour les marchés financiers. Est-ce à dire qu'elles sont un outil incontournable dans le monde de la finance et que nous n'avons pas de meilleure option ? Je ne le crois pas. Je pense que le régulateur<sup>1</sup> doit oser remettre en question les pratiques telles que nous les connaissons. Ce qui suppose une **remise en cause** radicale de l'idée de l'**automaticité de la notation**, quels que soient les produits, les usagers et les circonstances. L'idée étant bien toujours pour le régulateur de tendre vers la moins mauvaise des solutions, adaptée à chaque cas d'espèce.

Il y a justement des cas de figure où nous ne pourrions pas faire l'économie du recours à des agences de notation pour aider de petites entités bancaires qui n'ont pas les ressources internes suffisantes, à compléter leur appréciation du risque d'actifs dans lesquels elles investissent leurs capitaux par exemple.

Mais notre objectif reste bien quand même de promouvoir les **solutions alternatives** à l'évaluation de crédit par les agences de notation, en responsabilisant les acteurs qui investissent dans ces produits. Les grandes banques peuvent très bien, dans ces cas là, recourir à des modèles de notation interne et d'analyse. *Idem* pour les gestionnaires d'actifs qui sont liés par des obligations d'audit et de *due diligence*.

**MP : Diversifier l'offre de notation peut être un moyen de réduire le risque systémique et d'inciter les investisseurs à recouper l'information. Comment y parvenir ? En favorisant l'arrivée de nouveaux opérateurs ?**

**JPJ :** Vous évoquez ici la possibilité de concurrence « interne », avec l'arrivée de nouveaux opérateurs, de nouvelles « agences de notation ». C'est tout à fait souhaitable. Voyez le cas aux États-Unis de la Securities and Exchange Commission (SEC) qui fait obligation, dans certains cas, aux agences de notation de partager leurs informations sur des produits structurés avec des agences concurrentes, pour faire monter en puissance de petites agences de notation. Mais cette politique ne produit que peu d'effets pour l'instant <sup>ii</sup>.

Il est aussi possible de stimuler une concurrence « externe » avec d'autres métiers qui exercent des fonctions similaires, proches de l'évaluation. Ceux-ci pourraient ainsi fournir aux investisseurs des outils complémentaires d'aide à la décision dans leurs analyses. Je pense à des acteurs déjà existants, tels que les **analystes financiers** et les **auditeurs**. On peut ici très bien imaginer que la concurrence dans l'industrie de notation soit encouragée en habilitant ces entreprises qui souhaiteraient étendre leurs compétences à l'activité de notation. Dans ce cas de figure, il leur faudrait adopter des règles de travail et des modèles organisationnels équivalents à ceux mis en place pour les agences de notation (notamment en matière de conflit d'intérêts). Pour que la concurrence soit loyale, il est évident que ces nouveaux acteurs devraient opérer avec le même niveau d'exigences réglementaires que celui qui s'impose aux agences de notation.

**MP : Comment éviter qu'une notation (i.e. un indicateur synthétique du risque de défaut) ne soit utilisée comme un signal quasi-automatique d'investissement ou de désinvestissement, suscitant un effet domino collectivement néfaste ?**

**JPJ :** Vous touchez du doigt une question essentielle.

Pourquoi aujourd'hui observe-t-on ces effets domino en cas d'abaissement ou de rehaussement d'une notation (et bien sûr, c'est la notation de la dette souveraine qui vient d'abord à l'esprit <sup>iii</sup>) ? C'est parce que les investisseurs n'ont pas fait leur travail, c'est-à-dire qu'ils n'ont pas conduit leur propre analyse. À leur décharge, ils n'ont pas toujours connaissance de l'ensemble des informations auxquelles accèdent les agences.

#### Encadré 1 : Régulateur/Superviseur

**Régulation.** Terme d'origine anglo-saxonne qui désigne l'ensemble des mécanismes mis en œuvre pour maintenir l'équilibre d'un système (physique, biologique...). Par analogie, la régulation publique vise à maintenir l'équilibre d'une économie, d'un marché, en fonction d'objectifs de politique publique (sécurité, environnement...).

**Les régulateurs** définissent le cadre de régulation : ils édictent les règles et érigent les institutions nécessaires au bon fonctionnement du marché. Ce sont :

- des instances politiques (pouvoir législatif ou exécutif);
- des instances techniques, les *standards setters*, ce qui pose la question du contrôle démocratique de ces régulateurs techniques.

**Les superviseurs** veillent à l'application des règles et, plus généralement, au bon fonctionnement du marché dans le cadre fixé par le régulateur. Leur métier est l'investigation, le contrôle, la sanction (éventuellement) et l'alerte. Ils édictent aussi des règles techniques qui déclinent les normes de niveau supérieur.

#### Régulateur/Superviseur des marchés financiers

**Les régulateurs :**

Les régulateurs des marchés financiers sont aux manettes actuellement pour définir les réformes. Ce sont les **G20 et G8** qui en dessinent les grandes lignes et les instances politiques (**Conseils et Parlement** de l'Union européenne, **Parlements nationaux**) qui les déclinent et les précisent dans des textes réglementaires.

À ceux-ci s'ajoute le **Conseil de stabilité financière** qui coordonne l'activité des instances réglementaires nationales et internationales. Il se compose des standards setters (Comité de Bâle pour les normes prudentielles bancaires, IASB pour les normes comptables, IOSCO pour les marchés, IAIS pour les assurances...) et de représentants des pays du G20, représentants qui sont pour la France, la Banque de France, l'Autorité des marchés financiers et la Direction générale du Trésor.

**Les superviseurs :**

S'agissant des marchés financiers il n'y a pas de superviseur au niveau international – certains l'envisagent sous l'égide du FMI – mais il en existe au niveau européen et national. L'**Autorité européenne des marchés financiers** ou AEMF (en anglais *European Securities and Markets Authority*, ESMA) a été créée par le « Paquet supervision » (cf. encadrés 2 et 3). Elle travaille depuis début 2011 avec les autorités nationales, l'**Autorité des marchés financiers (AMF)** pour la France.



#### En pratique... le langage n'est pas stabilisé

Le distinguo régulateur/superviseur est cohérent avec les termes utilisés au niveau européen (cf. encadrés suivants). En pratique, cependant, le terme de « régulateur » est souvent employé au lieu de « superviseur ». C'est vrai dans en finance comme dans de nombreux autres domaines : l'**AMF** est ainsi dite « **régulateur** » des marchés financiers, terme que reprend Jean-Pierre Jouyet dans cet entretien, et on parle aussi de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (ARCEP), de l'Autorité de régulation des activités ferroviaires (ARAF), de la Commission de régulation de l'énergie (CRE), etc.

Ce glissement tient au fait que les **superviseurs** apparaissent, aux yeux de tous, comme les garants de l'équilibre du secteur. Ce qui s'explique par l'étendue de leurs missions et l'imbrication de celles-ci avec celles du régulateur. Ils sont souvent amenés, par exemple, à participer avec ces derniers aux évolutions du cadre de régulation, comme en témoigne par exemple la présence de l'AMF au Conseil de stabilité financière (voir ci-dessus).

Source : La rédaction (Martine Perbet)

## Encadré 2 : Les États-Unis, des principes communs avec l'Europe mais une démarche législative différente

### Principes généraux

#### des politiques de prévention et de gestion des risques

Quel que soit le risque à éviter, risque naturel, risque industriel, risque financier..., prévenir ce risque implique d'anticiper les phénomènes dangereux et d'identifier leur capacité systémique. La régulation doit donc prévoir des mesures dont le *tempo* est adapté :

- Très en amont, définition des grandes lignes de la politique de prévention, en s'appuyant sur l'évaluation du risque, et mise en place du cadre institutionnel *ad hoc*.
- En amont, choix des actions (réglementation, mécanismes de responsabilité...) visant à réduire la probabilité d'occurrence du risque et/ou à en limiter les dommages.
- Au moment du sinistre, gestion de l'alerte et mise en œuvre des plans de secours.
- Après le sinistre, remédiation puis retour d'expérience. Cette phase boucle avec la première, la connaissance du risque à venir se nourrissant des expériences passées.

Gestion  
du risque

Les nouvelles réglementations financières se fondent sur les principes généraux des politiques de prévention et de gestion des risques (cf. ci-contre). Elles s'incarnent dans des textes juridiques dont les grandes lignes sont esquissées à l'échelle mondiale mais dont la rédaction finale se réalise à l'échelle continentale :

- Dans l'Union européenne, directives, règlements, sortent depuis 2009 domaine par domaine, ces textes étant éventuellement regroupés en « paquets » sectoriels (exemple du paquet sur la supervision financière adopté en septembre 2010). Les directives sont ensuite transposées par les États membres en droit national alors que les règlements, comme celui sur les agences de notation (règlement n°1060/2009), s'appliquent directement dans tous les États membres. L'ensemble est complété, si nécessaire, par des **textes nationaux** (exemple de la loi de régulation financière en France). Le cadre de régulation des agences de notation en Europe est présentée en encadré 3.

- Aux États-Unis, un **texte unique**, le *Dodd-Frank Act*, promulgué le 21 juillet 2010, dessine le cadre général et renvoie aux régulateurs sectoriels pour les détails. Ces derniers, dont la Securities and Exchange Commission (SEC), doivent édicter un certain nombre de règles complémentaires d'ici fin 2011. Il est donc encore un peu tôt pour caractériser la réforme américaine des agences car le chantier est en

cours et, comme le soulignent les commentateurs avertis, le diable sera dans les détails.

Le lecteur trouvera ci-après trois éléments d'information sur la réforme financière aux États-Unis, un commentaire général de la loi Dodd Frank, un aperçu des mesures concernant la régulation des agences et une *brève* sur les difficultés actuelles de la présidente de la SEC, Mary Shapiro, pour défendre son budget.

(1) « **La loi Dodd-Frank**, adoptée hier par le Sénat américain, ne sera pas un nouveau *Glass-Steagall Act*, ce fameux texte qui a obligé les banques commerciales à se séparer de leurs activités de banque d'investissement dans les années 1930. (...) Le cadre est posé mais il va falloir beaucoup de temps avant que cette loi n'entre en vigueur, en principe en 2012, même si Tim Geithner a promis une mise en musique rapide. (...Parmi) Les principaux points :

- Bureau de protection financière des consommateurs. Créé au sein de la Réserve fédérale, ce bureau intervient sur le crédit immobilier, les cartes de crédit et l'ensemble des produits financiers destinés aux particuliers. Seuls les crédits automobiles offerts par les concessionnaires lui échappent. Les commissions prélevées sur les cartes de débit seront plafonnées. Les prestataires de prêts auront désormais l'obligation de s'assurer que l'emprunteur a les moyens de rembourser son crédit et devront procéder à des vérifications. Un standard minimum pour les crédits en vue de l'achat d'une maison va être établi.

- Agences de notation. Un bureau chargé de superviser les agences de notation sera créé au sein de la Securities and Exchange Commission et celle-ci se donne deux ans pour faire une analyse de cette industrie. Elle pourra éventuellement créer une commission pour réduire les conflits d'intérêts entre les émetteurs de dette et les agences qui les notent. Les investisseurs pourront attaquer les agences en justice et la SEC pourra leur interdire d'exercer. » (Virginie Robert, « La réforme financière américaine voit enfin le jour », *Les Échos*, 16/07/10)

(2) « **Renforcement du cadre de régulation des agences de notation aux États-Unis**. Les principales mesures, dont la mise en œuvre est confiée à la SEC d'ici juillet 2011, sont les suivantes :

- amélioration de la supervision par la création au sein de la SEC d'un bureau spécifiquement en charge de la supervision des agences de notation enregistrées (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO) doté de pouvoir de sanctions (dont la possible révocation ou suspension du statut de NRSRO) ;

- neutralisation des conflits d'intérêts par la séparation des fonctions de vente/marketing et de notations, selon des critères qui doivent être définis par la SEC et qui seront soumis à son contrôle. En outre, une étude a été confiée au Government Accountability Office (GAO – corps d'experts au service du Congrès) pour préparer la création d'une organisation professionnelle indépendante en charge de la rédaction d'un code d'éthique ;

- transparence accrue par l'élargissement de la communication d'informations à la SEC, le renforcement du contrôle interne, la publication obligatoire des notations préliminaires avant mandatement (en vue d'éviter le "ratings shopping"), la clarification de la signification des symboles employés. L'ensemble de ces dispositions doivent être précisées par la SEC et seront soumises à son contrôle. » (Marianne Thiéry, DGT, 16/09/2011)

(3) « **Le gendarme boursier américain, la Securities and Exchange Commission (SEC)**, a besoin de moyens supplémentaires. Selon Mary Shapiro, sa présidente, le gel du budget – à 1,1 milliard de dollars – compromet la capacité de la SEC à réguler efficacement les marchés, alors que de nouvelles missions lui ont été confiées dans le cadre de la réforme financière Dodd-Frank. Le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, et d'autres responsables monétaires et financiers américains s'exprimeront cette semaine devant la Commission bancaire du Sénat concernant la mise en œuvre de la loi Dodd-Frank. » (Guillaume Maujean, Le régulateur américain réclame davantage de moyens, *Les Échos*, 14/02/2011).

Source : La rédaction (Martine Perbet)

### Encadré 3 : Régulation des Agences de notation de crédit (ANC) en Europe

#### Ce qu'a décidé le G20

- Washington, novembre 2008 « Les régulateurs doivent agir pour que les agences de notation évitent les conflits d'intérêts, fassent la transparence à l'égard des investisseurs et différencient les notations relatives à des produits structurés »
- Londres, avril 2009 « Toutes les agences dont les notations sont utilisées à des fins réglementaires doivent faire l'objet d'une régulation et d'un agrément. »
- Toronto, juin 2010 « Nous nous engageons à réduire la dépendance de nos réglementations aux notations. »

#### Ce que fait l'Europe

- Septembre 2009 – Un règlement européen pour encadrer l'activité des agences de notation (**version 1**) \*

Sous l'impulsion de la présidence française, l'Union européenne a adopté le **règlement communautaire n° 1060/2009** du parlement européen et du conseil sur les agences de notation de crédit du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. Ce règlement est entré en vigueur le 7 décembre 2009. Les agences de notation peuvent demander à être agréées dans l'Union européenne depuis le 7 juin 2010. À partir du 7 décembre 2010, les agences de notation devront avoir été agréées pour pouvoir exercer leurs activités dans l'Union européenne et les autorités nationales de contrôle et de supervision pourront sanctionner les manquements au respect des obligations du règlement communautaire. (...) Les principales mesures du règlement sont les suivantes :

- Décembre 2010 – Un nouveau règlement (**version 2**) \* transfère la compétence de contrôle et de sanction des agences de notation à la nouvelle Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). La Commission européenne a proposé, le 2 juin 2010, un règlement européen modifiant le règlement de 2009 sur les agences de notation de crédit pour confier à la nouvelle autorité européenne de supervision des marchés financiers (AEMF-ESMA) le contrôle direct des agences de notation dans l'Union européenne. Ce nouveau règlement a été adopté par le Parlement européen le 15 décembre 2010.
- 1<sup>er</sup> semestre 2011 – La Commission européenne s'est engagée à faire des propositions complémentaires (**version 3**) \* pour réguler les agences de notation. La Commission européenne a publié le 5 novembre 2010 des propositions visant à compléter le cadre de régulation et de supervision des agences de notation. Ces propositions auront pour objectif de renforcer la concurrence dans l'industrie de la notation, clarifier la responsabilité civile des agences de notation en cas de manquement à leurs obligations, réduire la dépendance réglementaire vis-à-vis des notations, évaluer le modèle de financement des agences de notation et mieux prendre en compte les spécificités des notations de titres souverains.

#### Ce que fait la France

- Mai 2010 – Christine Lagarde confie à l'Autorité des marchés le contrôle et la supervision des agences de notation. Par lettre du 3 mai 2010 adressée au commissaire européen chargé du marché intérieur, Christine Lagarde a désigné l'Autorité des marchés financiers comme autorité française compétente pour l'agrément et le contrôle des agences de notation.
- 23 octobre 2010 – Publication de la loi de régulation bancaire et financière. Cette loi comprend des mesures fortes pour réguler les agences de notation :
  - elle dote l'Autorité des marchés financiers des pouvoirs nécessaires à l'agrément, au contrôle et à la sanction des agences de notation ;
  - elle renforce la responsabilité des agences de notation.

\* Les mentions « versions 1, 2 et 3 » ont été ajoutées par la rédaction.

#### Les principales mesures du règlement européen n° 1060/2009

**Obliger les agences de notation à disposer d'un agrément** et les soumettre à un contrôle. Cet agrément est accordé par les autorités nationales de supervision des pays dans lesquels les notations sont utilisées. Les autorités nationales contrôlent le respect des obligations prévues par le règlement communautaire.

**Empêcher les conflits d'intérêt.** Le règlement :

- interdit aux agences de notation de fournir des services de conseil aux entités qu'elles notent
- interdit aux analystes de participer aux négociations sur les commissions payées aux agences de notation
- interdit aux analystes d'être rémunérés en fonction du chiffre d'affaires de l'agence
- oblige les agences de notation à rendre public le nom de tout client ou intermédiaire dont les revenus génèrent plus de 5% de son chiffre d'affaires
- oblige les agences de notation à rendre public annuellement le nom de leurs 20 premiers clients et du chiffre d'affaires généré par eux ainsi que la liste des clients qui ont le plus contribué à la croissance du chiffre d'affaires

**Soumettre les agences de notation à des règles de transparence.**

Le règlement oblige les agences à :

- publier leurs méthodologies, procédures et hypothèses sous-jacentes aux notations
- publier tous les 6 mois un historique de performance (taux de défaut historiques par catégorie de notation)
- publier leurs notations
- informer les investisseurs en cas de notation non sollicitée
- différencier par un symbole spécifique les notations de produits structurés par rapport aux notations d'entreprises

**Renforcer la qualité des notations.** Le règlement oblige les agences à :

- disposer au sein de leur conseil d'administration d'un tiers d'administrateurs indépendants et d'au moins deux administrateurs disposant de compétences dans les domaines financiers
- mettre en place un service chargé de la vérification de la conformité des agissements de l'agence avec la réglementation. Il doit s'agir d'un service indépendant qui rend compte directement aux dirigeants et aux administrateurs indépendants du conseil d'administration
- mettre en place des systèmes internes de contrôle de la qualité des notations
- mettre en place une fonction indépendante de réexamen périodique des méthodes, modèles et hypothèses qui sous-tendent les notations

**Doter les autorités nationales de régulation et d'agrément de pouvoirs forts de contrôle et de sanction.** En application du règlement européen, les autorités nationales de contrôle doivent obligatoirement disposer des pouvoirs pour :

- retirer l'agrément, interdire aux agences de poursuivre leur activité de notation, suspendre l'utilisation des notations d'une agence à des fins réglementaires
- exiger toute information
- réaliser des contrôles sur place, au sein des agences de notation
- exiger des enregistrements téléphoniques
- appliquer des sanctions pécuniaires pouvant atteindre 10M€ pour les personnes morales et 1,5M€ pour les personnes physiques.



Le seul correctif possible, pour permettre à ces investisseurs de se forger leur propre opinion, c'est de [lever les barrières à la circulation des informations](#) et, surtout, de leur rappeler incessamment que leur propre jugement et leur propre conviction doivent toujours l'emporter sur l'effet de mimétisme.

Maintenant, je sais bien qu'il sera très difficile de « casser » cet effet domino. Prenons l'exemple dans les banques des clauses de seuil de déclenchement d'appels de fonds contractuels, indexés sur la notation. La seule façon de sortir de cette spirale, c'est d'en appeler à une analyse personnelle et objective. Plus facile à dire qu'à faire, j'en conviens.

**MP :** Dans le même ordre d'idée, est-il possible de bannir les références aux notations dans la réglementation prudentielle financière et dans les règles concernant les investisseurs institutionnels (assurances, fonds de pension) ?

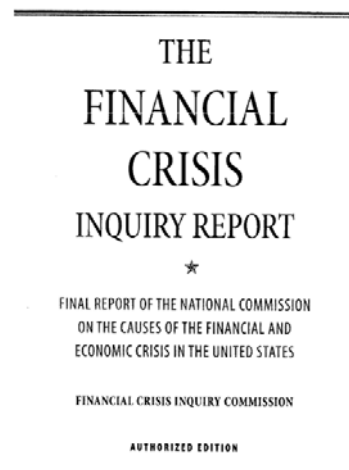
**JPJ :** Je rappelle que ne suis pas le régulateur prudentiel. Néanmoins, l'AMF soutient les conclusions du Conseil de stabilité financière (CSF) (en anglais *Financial Stability Board* ou *FSB*) sur le sujet. Pour lutter contre l'effet procyclique que les notations peuvent avoir, il est effectivement très souhaitable de conduire une revue approfondie des différents dispositifs réglementaires afin de les purger, autant que faire se peut, de références aux notations externes (par l'élimination ou la substitution de critères aux fins similaires). Je pense que l'Europe devrait faire sien cet objectif ambitieux mais nécessaire. Nous nous rapprocherions ainsi des dispositions adoptées par la [loi américaine Dodd-Frank](#) (DF) qui prévoit que les différentes entités publiques et autorités de régulation américaines répertorient et évaluent les règles qui prescrivent de se référer aux notations pour l'évaluation de la qualité de crédit <sup>iv</sup>.

**MP :** La sophistication croissante des produits se traduit par une difficulté de plus en plus grande à en estimer le risque de défaut. Peut-on dissocier la réflexion sur la notation de celle sur l'innovation-produit au sein des marchés financiers ?

**JPJ :** Il me serait difficile de répondre en quelques lignes à toute la problématique du lien entre [innovation financière et risque](#). Mais, dans le cas d'espèce, difficile de ne pas constater que les agences de notation ont été parfois dépassées par la complexité des produits qu'il leur était demandé de noter. Voyez l'exemple de CPDO (Constant Portion Debt Obligation <sup>v</sup>). La composition et la structure de ces produits étaient d'une telle technicité que les agences, en se reposant sur leur seule expertise interne, n'ont pu procéder à une évaluation à la hauteur. Elles auraient dû le reconnaître, comme leur code de conduite les y obligeait, sur le papier. À l'avenir, il sera de leur [responsabilité](#) réglementaire d'identifier les limites de leur expertise et de leurs moyens si elles ne peuvent fonder leurs analyses sur des méthodologies rigoureuses et des informations pertinentes et suffisantes.

**MP :** La SEC, en charge des agences de notation aux États-Unis, semble avoir découvert la crise en même temps que les marchés financiers. Quels enseignements tirer de cette défaillance ?

**JPJ :** Je ne suis pas le meilleur juge des défaillances de mes homologues – lesquels peuvent tout aussi bien faire le procès d'autres régulateurs. Je préfère vous renvoyer aux [conclusions de la Commission d'enquête parlementaire américaine](#) sur les origines de la crise financière mondiale, rendues publiques à la fin du mois de janvier. Comme vous le savez, cette commission n'épargne personne, pas plus les régulateurs que d'autres acteurs. Je veux retenir de ce rapport que c'est une piqûre de rappel particulièrement bienvenue au moment où la France préside le G20. Cela nous aidera, je l'espère, à poursuivre selon le même tempo la tâche que nous nous sommes assignés, malgré les critiques que j'entends de certains qui se plaignent de ce tour de vis réglementaire.



Rapport de la Commission américaine (Financial Crisis Inquiry Commission, FCIC), janvier 2011

**MP** : Selon la SEC, son manque de vigilance s'expliquerait par une réduction de ses moyens intervenue dans un contexte de restrictions budgétaires. A-t-on, aujourd'hui, les moyens de faire fonctionner les autorités de régulation financière en Europe ?

**JPJ** : Si on ne lui en donne pas les moyens, le régulateur ne peut pas faire respecter la loi, quel que soit l'état du droit. Raison pour laquelle il était essentiel pour l'AMF d'obtenir de nouvelles ressources (au moment où de nouvelles responsabilités nous sont confiées), mais aussi de rendre notre mode de financement moins tributaire des marchés. À cet égard, je suis très reconnaissant à la ministre et aux parlementaires d'avoir soutenu mes demandes lors de l'examen de la loi de finances 2011. Je sais malheureusement que la SEC n'arrive pas aujourd'hui à convaincre de ce qu'elle aussi a impérativement besoin de moyens supplémentaires pour remplir son mandat<sup>vi</sup>.

**MP** : Parmi les réformes en cours pour encadrer les agences, au niveau de l'Union européenne et en France, quelles mesures vous paraissent aujourd'hui bien engagées, ou, au contraire, quelles sont celles pour lesquelles il vous semblerait utile de pousser les feux ?

**JPJ** : Je ne reviens pas sur le fait que la supervision des agences de notation en Europe sera de la responsabilité directe de la [nouvelle Agence européenne des marchés](#), dès le 1<sup>er</sup> juillet 2011 (cf. encadrés 3, *ndlr*). Pendant cette phase transitoire, les régulateurs nationaux restent compétents pour instruire les demandes d'enregistrement obligatoire des agences qui veulent voir leurs notes utilisées en Europe à des fins réglementaires. Ainsi, l'AMF a-t-elle certifié la première agence d'implantation extra-européenne, la Japan Credit Rating Agency dont la notation pourra désormais être ainsi utilisée partout en Europe.

**MP** : Pour inciter les agences à plus de responsabilité, va-t-on encourager, comme aux États-Unis, les recours en justice des investisseurs qui s'estiment victimes d'erreurs de notation ?

#### Encadré 4 : Loi de régulation bancaire et financière (n° 2010-1249 du 22 octobre 2010)

Cette loi met en œuvre au niveau national les décisions du G20 pour renforcer la régulation et la surveillance des marchés financiers. La responsabilité des agences de notation de crédit peut être engagée en cas de fautes ou manquements commis dans la mise en œuvre des obligations du nouveau règlement européen. Toute clause visant à exclure ou limiter cette responsabilité est nulle. En outre, la loi interdit la délocalisation des contrats entre une agence de notation et son client dans le but d'échapper à la responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle.

##### Article 10 de la loi :

« I. – Le chapitre IV du titre IV du livre V du [code monétaire et financier](#) est ainsi modifié: [...] Après l'article L. 544-3, il est inséré une section 2 intitulée : « Service de notation de crédit » et comprenant trois articles L. 544-4 à L. 544-6 ainsi rédigés : [...]

« Art. L. 544-5. – Les agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 engagent leur responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) no 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité.

« Tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un État tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit.

« Art. L. 544-6. – Les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 sont interdites et réputées non écrites. »

Source : La rédaction

**JPJ** : Cette question mériterait davantage d'attention au niveau européen dans les négociations à venir<sup>vii</sup>. Il me semble que les investisseurs devraient pouvoir se retourner contre les agences dans certains cas. Ainsi, dans la cadre de la récente consultation publique de la Commission européenne qui porte en partie sur ce sujet, nous avons mentionné notre régime national, celui de [responsabilité délictuelle et quasi délictuelle](#) tel qu'introduit par l'article 10 de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière pour les [agences de notation](#) dont les notations sont utilisées à des fins réglementaires dans l'Union européenne (cf. encadré 4). Nous proposons d'uniformiser les régimes nationaux au

niveau européen, comme le suggère la Commission, afin d'éviter un *forum shopping* des agences à la recherche du régime le moins contraignant en termes de responsabilité. Je considère aussi très sérieusement qu'il ne devrait pas y avoir de limitations des dommages potentiels accordés aux plaignants en réparation.

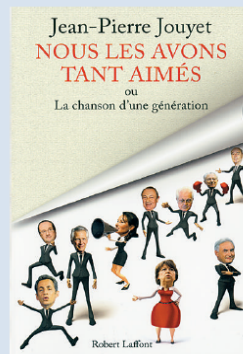
**MP :** Le Groupe Larosière indiquait, en février 2009, dans son rapport que « si l'on veut éviter que ce type de crise se reproduise, il y a lieu de procéder à un certain nombre de changements radicaux dans les orientations des politiques. Ils concernent l'Union européenne mais également le **système mondial** dans son ensemble ». Quelles perspectives voyez-vous aujourd'hui pour converger vers de véritables normes mondiales pour les agences de notation ?

**JPJ :** En filigrane, vous posez la question de la convergence de nos réglementations sur les agences de notation, condition *sine qua non* pour éviter des arbitrages réglementaires dont les investisseurs feraient les frais, *in fine*. Ce serait faux de prétendre que nous allons vers un système totalement identique : nos économies, nos traditions, nos industries financières, notre organisation politico-administrative, ne sont pas les mêmes aux États-Unis, en Europe, au Brésil ou en Inde. D'ailleurs, ce serait un mensonge de faire croire que demain, nous pourrions calquer l'une sur l'autre nos réglementations respectives des agences de notations.

En revanche, ce sur quoi nous ne devons pas transiger, c'est l'adoption de **principes homogènes** s'agissant de la régulation de ces entités, en veillant bien à ne pas enfermer le débat à une opposition entre les deux rives de l'Atlantique. À mes yeux, les dispositions adoptées dans

## LE LIVRE DU JOUR

### On connaît la chanson



de sa vie professionnelle, du couple Hollande-Royal (le premier restera son ami), il flirte un temps avec l'extrême gauche, mais son passage par l'Inspection des finances et l'exercice des responsabilités l'ancrent dans le camp de la gauche « réaliste ».

**L'intérêt.** Expliquant avec sincérité ses choix personnels, Jean-Pierre Jouyet dépeint les relations entre les hommes de l'ombre de la haute fonction publique et les acteurs de la scène politique. Quant aux chansons, elles servent tantôt à évoquer l'atmosphère d'une époque (Gainsbourg pour l'émergence du phénomène « bobo », Diam's pour les années Sarkozy...), tantôt à ajouter à un portrait une touche inattendue, tantôt à fournir un contrepoint ironique à l'épisode relaté. Un précieux document d'histoire immédiate, offrant un vrai plaisir de lecture : une réussite.

**L'extrait.** (Dans le récit d'un voyage présidentiel) « *Puis Aznavour prit possession de l'avion. Des solos [...] remarquablement interprétés par Bernard Kouchner, qui arrivait sur quelques standards à entraîner Nicolas Sarkozy, ponctuèrent ces travaux diplomatiques.* »

« Nous les avons tant aimés », Jean-Pierre Jouyet, Robert Laffont, 284 pages, 20 euros.

Source : Les Echos, 17/11/2010

les grands émergents méritent tout autant notre attention. S'il y a des divergences trop grandes, d'un bloc de régulation à l'autre ou bien des dispositions de portée extraterritoriale, l'Europe doit s'armer pour exiger un traitement sur la base de la réciprocité.

En toute hypothèse, je considère que notre objectif commun, à l'échelon international, devrait être de veiller à ce que les investisseurs disposent bien d'une information exhaustive et selon le même calendrier que les agences de notation, afin de leur permettre de se forger une opinion indépendante.

## Notes de l'entretien avec Jean-Pierre Jouyet

- i Jean-Pierre Jouyet, en tant que président de l'autorité des marchés financiers, est le régulateur des marchés financiers et, par extension, celui des agences de notation. Ceci étant le langage n'est pas standardisé et, au niveau européen, on le caractériserait plutôt de superviseur des agences de notation (cf. encadré 1) (ndlr).
- ii Jean-Pierre Jouyet évoque ici la réforme du droit des marchés financiers américains incarnée dans le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* et, en particulier, une mesure destinée à améliorer la qualité des notations attribuées aux produits structurés. Pour plus de détails sur la « loi Dodd-Frank » promulguée par le président Obama le 21 juillet 2010, le lecteur se reportera à l'encadré 2. Pour une discussion sur cette mesure, le lecteur se reportera à l'encadré 7 de l'article 11 qui présente le point de vue critique du président de S&P (ndlr).
- iii Sur la notation des dettes souveraines le lecteur se reportera à l'article 13 (ndlr).
- iv Ces dispositions doivent être mises en œuvre dans un délai maximum d'un an après l'entrée en vigueur de la loi Dodd-Frank, soit en juillet 2011. De même, des mesures doivent par la suite être prises dans un délai de deux ans, soit juillet 2012, afin de supprimer ou remplacer par un substitut approprié les références réglementaires à la notation en tant que moyen d'évaluation de la qualité de crédit. (note de Jean-Pierre Jouyet).
- v Les CPDO sont des produits dérivés complexes élaborés à partir d'autres produits dérivés, les CDS (*Credit default swap*) (cf. encadrés 1, 2 et 3 de l'article 2). Avec la crise, la valeur de ces dérivés s'est effondrée et les CPDO ont disparu. Or les agences de notation leur avaient attribué des AAA à la suite d'évaluations dont la SEC a, depuis, souligné l'absence de sérieux (cf. encadré 1 de l'article 11) (ndlr).
- vi Voir l'extrait d'article des *Échos* en fin d'encadré 2 (ndlr).
- vii Une Consultation publique de la Commission européenne s'est achevée le 7 janvier évoquant des options de politiques publiques en vue d'une possible version 3 du Règlement *Agences de Notation* (note de Jean-Pierre Jouyet). Pour plus de détails sur la régulation des agences de notation et, en particulier, sur les 3 versions du règlement européen le lecteur se reportera à l'encadré 3. Il trouvera aussi des compléments d'information sur les sites internet indiqués ci-après, notamment ceux de la Commission, du Parlement européen et de la fondation Robert Schuman (ndlr).

### EN SAVOIR PLUS...

- **Site de l'AMF** : <http://www.amf-france.org/> <http://www.amf-france.org/>
  - Rapports annuels de l'AMF sur les agences de notation (rapport 2009, paru en juillet 2010 : [http://www.amf-france.org/documents/general/9521\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9521_1.pdf)).
  - Discours de clôture de Jean-Pierre Jouyet aux Entretiens 2010 de l'AMF, *Où en est la régulation financière trois ans après la crise ?*, 25 novembre 2010.
  - Lettre sur la régulation financière n°17, 3ème trimestre 2010 (édito sur la création de l'ESMA, présentation des dernières avancées sur l'encadrement des agences et présentation de la loi Dodd-Frank)
  - Revue *Risques et tendances* n°4, « Une analyse de la notation sur le marché des RMBS « Subprime » aux Etats-Unis », 17/01/2008.
  - Observations et recommandations de l'AMF sur l'évolution du processus de supervision dans l'Union européenne, la nécessité d'un renforcement du niveau 3 de la procédure Lamfalussy 27/02/2009
  - AMF responses to the consultation of European Commission's services related to a EU proposal for the regulation of credit rating agencies -CRAs- (en anglais uniquement), 23/09/2008
  - Rapport du groupe de travail relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, 25/01/2011
  - Guide pédagogique, *L'Autorité des marchés financiers, une autorité publique indépendante au service de la protection de l'épargne*, 09/10/2009.
  - Guide professionnel, *Les dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne - Cadre de référence*, 22/07/2010.
- **Site de l'ESMA** : [http://www.esma.europa.eu/?lang=fr&Id\\_Tab=0](http://www.esma.europa.eu/?lang=fr&Id_Tab=0).
- **Site de la Commission européenne** : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_fr.htm).
- **Site du Parlement européen** (sur la supervision financière) [http://www.europarl.europa.eu/news/public/story\\_page/042-80931-252-09-37-907-20100902STO80930-2010-09-09-2010/default\\_fr.htm](http://www.europarl.europa.eu/news/public/story_page/042-80931-252-09-37-907-20100902STO80930-2010-09-09-2010/default_fr.htm)
- **Site de la Securities and Exchange Commission** : <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-159.htm>
- **Site de la fondation Robert Schuman**,
  - Dossier sur la crise : <http://www.robert-schuman.eu/tout-comprendre-sur-la-crise-financiere.php>,
  - Entretien d'Europe » avec Sylvie Goulard, députée européenne (ALDE, FR), sur la supervision financière, EE n°52, 10/01/2011 : [http://www.robert-schuman.eu/entretien\\_europe.php?num=52](http://www.robert-schuman.eu/entretien_europe.php?num=52)
- **Intervention de Jacques de Larosière** en fin 2009 sur le bilan de la supervision et régulation financière.  
<http://www.canalacademie.com/ida5289-Supervision-et-regulation.html>
- **Site du Sénat**. Audition de M. Jean-Pierre Jouyet, devant la commission des finances du Sénat, 15 juin 2010  
<http://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20100614/fin.html#toc2>







### ① Histoire des marchés financiers (du Moyen-âge à la Seconde Guerre mondiale)



Les marchés financiers ont mauvaise presse. Ce survol historique nous rappelle leur utilité sociale : ils répondent au besoin des acteurs économiques de transférer de l'argent dans l'espace et dans le temps : dès le Moyen-âge, les lettres de change facilitent les transactions des commerçants et les rentes rendent possible la constitution d'une épargne. Au fil du temps, les marchés financiers se constituent en gigantesque réseau de transfert de ressources, l'épargne des uns devenant l'investissement des autres. Au centre de ces marchés, au cœur de toute transaction, se trouve l'arbitrage entre le risque de défaut et l'espoir d'un gain. Seule la confiance dans l'emprunteur peut inciter l'épargnant à se dessaisir de ses économies, il faudra donc l'émergence d'un cadre institutionnel de nature à sécuriser les transactions pour que se développent les marchés financiers au-delà des relations interpersonnelles. C'est cette histoire que raconte Pierre-Cyrille Hautcoeur.

Cahiers de l'évaluation

Auteur de l'article : **Pierre-Cyrille Hautcoeur**,

« Marchés financiers et développement économique : une approche historique »,  
*Regards croisés sur l'économie*, n° 3, mars 2008, pp. 159-72

*Ce texte n'est pas repris intégralement : des parties de l'article ont été supprimées ou reportées en encadré, les références à des études et les notes de bas de page ont été supprimées. Des encadrés ont été ajoutés par la rédaction, certains reprennent des passages du texte même (encadrés sur fond bleu). Les titres de l'article ci-dessous (en bleu) et les titres des encadrés émanent de la rédaction (ils peuvent éventuellement reprendre un titre d'article).*

**Pierre-Cyrille Hautcoeur** est directeur d'études à l'EHESS, PSE-Ecole d'économie de Paris. Il a notamment publié *La crise de 1929* à La Découverte (2009) et *Le marché financier français au XIX<sup>e</sup> siècle*, publications de la Sorbonne (2007). Pour plus d'informations sur ses activités et publications, se reporter à son site :

<http://www.pse.ens.fr/hautcoeur/index.html>

#### Moyen-âge : les premiers instruments financiers

L'existence de marchés financiers suppose, en premier lieu, la légalité du crédit. L'interdit religieux envers l'usure (c'est-à-dire l'intérêt) présentait dans l'Occident médiéval comme dans certains pays islamiques aujourd'hui un obstacle important, qui n'a été levé que lentement. Le crédit à court terme s'est épanoui grâce à l'invention de la **lettre de change**, le crédit à long terme grâce à la participation à l'entreprise, la *commenda* italienne, et au **contrat de rente** (cf. encadré 1).

Contrats entre deux parties, les lettres de change comme les rentes ne sont pas spontanément négociables, de même qu'un crédit bancaire ne l'est pas automatiquement aujourd'hui. Or, cette négociabilité est essentielle aussi bien à la réalisation d'énormes économies par la compensation des lettres de change circulant entre places en sens inverses que, de manière encore plus essentielle, à la simple existence de rentes quand les prêteurs trouvent – et c'est le cas général – trop risqué d'immobiliser définitivement leurs capitaux. Mais si les négociations de lettres de change comme de rentes se développent dès leur origine, elles sont durablement freinées.

Pour les lettres de change, les tribunaux ne les reconnaissent qu'à partir de 1436 en Angleterre, et un peu plus tard sur le continent. Pour les rentes, les transferts sont longtemps soumis aux conditions, sévères et coûteuses, des immeubles, à la fois parce que les rentes tirent de ceux-ci leur caractère non-usuraire, parce que la séparation de la créance et du créancier choque dans une société d'ordre où la propriété (terrienne) fonde les statuts sociaux, et parce que l'Église perçoit bien que la possibilité d'acheter et revendre aisément les rentes équivaut à la légalisation d'un marché du crédit. C'est malgré tout bien ce qui se produit par des transferts simplifiés offerts par certains emprunteurs, ou par l'échange de promesses de ventes qui deviennent l'équivalent de titres au porteur.

## XIII<sup>e</sup> siècle : des marchés financiers nourris par la dette publique

Ce sont, dès le XIII<sup>e</sup> siècle, des collectivités publiques qui développent le rôle des rentes dans le marché financier. Les pionnières sont des villes libres du Nord de la France, qui obtiennent de Saint Louis un statut de « corporations » les autorisant à engager leurs revenus fiscaux et même la richesse de leurs bourgeois en garantie des rentes à verser, ce qui leur donne une crédibilité inédite auprès des prêteurs. Librement consenties et transférables, elles correspondent mieux à la définition actuelle d'une dette publique vendue sur un marché que les emprunts forcés que les élites marchandes des cités italiennes s'imposent à la même époque, et qui adoptent la forme des rentes un peu plus tard. En effet, les villes picardes et flamandes empruntent plus souvent à l'extérieur qu'à l'intérieur, de sorte que leurs emprunts ne peuvent être qualifiés de simples instruments de contrôle politique des ressources fiscales internes. Les siècles suivants voient l'extension de l'usage des rentes à des entités politiques plus importantes et plus susceptibles de faire défaut sans laisser aux prêteurs de moyens de rétorsion autres que leur refus de prêter à nouveau. Des marchés organisés apparaissent à Bruges (1409), Anvers (1460), Lyon (1462) ou Amsterdam (1530). Anvers au XVI<sup>e</sup> siècle et Amsterdam jusqu'en 1792 jouent un rôle de marché financier européen.

Avec la Glorieuse révolution anglaise de 1688 apparaît un nouveau modèle d'endettement public, toujours fondé sur les rentes mais s'appuyant également sur de nouvelles institutions : les grandes compagnies privilégiées. L'existence de telles corporations n'est pas en soi une nouveauté (elles jouaient déjà un grand rôle dans le commerce à grande distance). Ce qui l'est, c'est le privilège qui leur est donné comme créanciers monopolistes – au moins un temps – de l'État. La Banque d'Angleterre (créée en 1694), puis la Compagnie des Indes et la Compagnie des mers du Sud, achètent en effet la dette publique et émettent elles-mêmes leurs propres titres dans le public. Elles constituent ainsi une coalition organisée des créanciers de l'État, ce qui rend le défaut de celui-ci difficile. La lecture positive de cet épisode en fait le début de la dette publique moderne, en soulignant la croissance de la dette anglaise au cours du XVIII<sup>e</sup> siècle, la baisse des taux d'intérêt et la diffusion des rentes dans une population beaucoup plus nombreuse. Elle y voit aussi l'une des origines de la révolution industrielle anglaise en affirmant que les emprunteurs privés purent également bénéficier d'un marché financier profond et de taux plus bas (sur l'efficacité comparée des modèles français et anglais, se reporter aux encadrés 2 et 3, dus respectivement à l'auteur, Pierre-Cyrille Hautcoeur, et à Gilles Saint-Paul).

Quoi qu'il en soit, les vainqueurs ont toujours raison, et c'est la situation des Anglais en 1815, ce qui conduit à la diffusion européenne puis mondiale du modèle libéral de la dette publique unifiée (essentiellement une catégorie de titres homogènes), cotée sur un marché centralisé, et donc très liquide, cette dette sans risque que la théorie financière actuelle voit depuis Markowitz en composante privilégiée de tout portefeuille bien conçu (cf. article 8, partie sur « Les modèles », ndlr). Au XIX<sup>e</sup> siècle, cette diffusion est l'un des **moyens principaux de l'intégration financière internationale** : les dettes publiques du monde entier sont cotées sur les grandes Bourses européennes, Londres et Paris en premier lieu, et deviennent les instruments privilégiés des paiements ou des crédits internationaux.

### Encadré 1 : *Commenda* et rente

« Le crédit à long terme a trouvé deux voies de développement: la première est la participation à l'entreprise, la *commenda* italienne (qui a donné la commandite française, toujours en usage), par laquelle un capitaliste apporte des capitaux à un entrepreneur en assumant une partie des risques et en échange d'une partie des bénéfices ; la seconde est le contrat de rente, qui n'est – spécialement grâce à une déclaration papale de 1251 – pas considéré comme un crédit (qui serait usuraire) mais comme l'échange d'un versement immédiat contre un flux de revenus, soit pour la durée de vie du bénéficiaire (rente viagère), soit perpétuellement (rente perpétuelle). Il trouve son origine non dans le droit romain mais dans l'économie des monastères carolingiens, et s'ancre dans la propriété terrienne (la rente foncière) et non dans le commerce. » (Pierre-Cyrille Hautcoeur)

### Encadré 2 : Le modèle anglais de dette publique

« Une lecture plus critique montre qu'une dette publique négociable, pour des montants importants et à des taux faibles, a existé ailleurs (...), en particulier parce qu'une limitation par les emprunteurs des pouvoirs de l'État existe dans toute l'Europe occidentale, et que le régime parlementaire britannique n'en est donc pas une condition nécessaire, même si elle est peut-être la plus aboutie. Plus grave, la révolution anglaise voit se constituer une élite qui à la fois contrôle le pouvoir politique (par le Parlement) et détient la dette publique (par la Banque), selon le modèle ploutocratique que l'on avait observé dans les cités républicaines italiennes. Il n'est pas certain que les taxes indirectes développées par ces élites pour assurer le paiement des rentes constituent le meilleur encouragement au développement économique. À cet égard, on peut s'interroger sur l'efficacité relative du modèle britannique centré sur les créanciers, et du modèle d'endettement français de la même époque, dans lequel c'est l'État emprunteur qui domine le marché financier, utilisant son pouvoir de marché (spécialement important pour les rentes viagères, auxquelles il recourt massivement) pour emprunter à des taux relativement bas si l'on considère les risques que savent courir les prêteurs, et jouant face à ceux-ci de réductions d'intérêts unilatérales, qui réduisent le coût *ex post* des dettes à un niveau similaire à celui qu'obtient le plus "crédible" État britannique. La préférence entre les deux modèles risque de dépendre de la croyance dans la possibilité qu'un pouvoir politique agisse au nom de l'intérêt général – un concept très français il est vrai. Quant aux retombées sur l'économie réelle, elles ne semblent pas permettre de distinguer les modalités d'endettement des deux pays puisque la croissance du PIB comme du commerce y est similaire jusqu'en 1789. » (Pierre-Cyrille Hautcoeur)

Cela commence par les emprunts émis par les nouveaux États latino-américains dès leur indépendance dans les années 1820, et finit à la veille de 1914 par les emprunts russes ou ottomans de mauvaise mémoire. L'apprentissage n'est pas toujours facile, car les emprunteurs souverains tentent – malgré les canonniers – de rester souverains, et préfèrent parfois faire défaut à soigner leur réputation, malgré les suggestions de leurs prêteurs.

### La révolution industrielle : apparition d'un marché centralisé des titres privés

La nouveauté du XIX<sup>e</sup> siècle est triple (en regard des embryons de marchés de créances privées décrits par l'auteur dans une partie reprise en encadré 4). En premier lieu, les interdits pesant sur l'intérêt disparaissent, ce qui conduit à une grande liberté d'innovation financière qui se traduit par l'émergence des **actions** et **obligations** modernes ainsi que par la légalisation progressive d'instruments plus sophistiqués. Ensuite, la libéralisation des sociétés anonymes (entre 1850 et 1880 dans toute l'Europe) rend aisé le recours à des actionnaires extérieurs non responsables des dettes des entreprises, encore limité dans les commandites (qui requièrent au moins un commandité responsable et lui assurent la gérance). Enfin, émergent des secteurs dans lesquels la taille des entreprises et les **besoins de capitaux** sont tels que le recours au marché financier s'avère nécessaire, d'autant plus que l'État, lourdement endetté par les guerres passées, ne veut en général pas s'y engager.

La construction de nouveaux canaux permet de mettre en place les instruments et les comportements dès les années 1830, mais ce sont les **chemins de fer** qui bouleversent définitivement les marchés. Pendant plusieurs décennies à partir de 1840 environ (un peu plus tôt en Grande-Bretagne ou en Belgique qu'en France), des compagnies se créent et doivent avant toute recette d'exploitation construire des réseaux extrêmement coûteux, ce qui rend l'autofinancement traditionnel impossible. En outre, nombre des compagnies sont indivi-duellement de grande taille, du fait des économies de réseau importantes dans ce secteur. Après de premières émissions d'actions, elles empruntent par obligations des montants considérables à la fois individuellement (le capital des plus grandes compagnies dépasse les 100 millions de francs, soit 1 % du PIB de 1840, et elles s'endettent bien au delà) et globalement (les émissions totalisent de l'ordre de 10 % de l'investissement national, soit 1 % du PIB, chaque année et pendant plusieurs décennies).

Aucune institution financière n'est alors en mesure d'avancer durablement des montants comparables à ceux qui sont levés sur le marché et, même à court terme, les émissions impliquent, comme les grands emprunts publics, une mobilisation de l'ensemble du système financier (ce qui conduit d'ailleurs, évidemment, à des coûts relativement élevés). L'effet d'en-trainement des chemins de fer est d'ailleurs considérable : sidérurgie et industries métal-lurgiques se concentrent et se développent également, en recourant parfois au marché financier ; plus encore, le système bancaire change d'échelle, avec la création de grandes banques ambitionnant de couvrir l'ensemble du territoire, et recourant au marché pour placer leurs actions et plus encore, par la suite, les

#### Encadré 3 : Angleterre versus France

« Les difficultés rencontrées par la Couronne britannique dans le financement de sa dette publique sont à l'origine de la « révolution financière » de la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, comme en témoigne une tentative avortée de lever un million de livres à l'aide d'une loterie peu avant la fondation de la Banque d'Angleterre.

Ces difficultés incitèrent à la fondation de la Banque d'Angleterre en 1694, dont la plupart des opérations concernaient la dette publique. La South Sea Company et la East India Company se livraient également à ce type d'opérations. Parallèlement, les bons du Trésor (*Exchequer Bills*) furent introduits en 1696. De plus, la Bank of England, la South Sea Company et la East India Company étaient des sociétés dont les actions étaient échangées à la Bourse de Londres. Aux effets de la dette publique sur le développement des intermédiaires financiers s'ajoutaient donc des effets induits sur le marché des capitaux : le volume des transactions s'accroissait non seulement de par la circulation des bons du Trésor, mais aussi grâce aux actions de ces intermédiaires. Les guerres anglo-hollandaises, la guerre de succession d'Espagne et la guerre de Neuf Ans eurent un effet bénéfique sur le développement financier de la Grande-Bretagne en augmentant les émissions de dette publique (Kindleberger [1984]).

La relative abondance d'instruments financiers favorisa la création de banques. Leur nombre augmenta de 25 à 52 de 1725 à 1785. Les banques de la City étaient spécialisées dans les opérations sur la dette publique et les actions des compagnies financières. Elles étaient en correspondance avec les *country banks*, plus proches de l'industrie et du commerce, accroissant ainsi les possibilités de crédit de ces derniers. Par ailleurs, ces banques se livraient au *clearing* (compensation multilatérale ou bilatérale), ce qui augmentait la liquidité de l'économie.

On voit donc que les besoins de financement du gouvernement britannique furent à l'origine d'une vague d'**innovations financières** qui contribuèrent grandement aussi bien au développement du crédit qu'à celui des marchés des capitaux.

L'expérience française est fort différente, et, d'une certaine façon, corrobore en négatif notre hypothèse. Au cours des siècles, l'État avait acquis une réputation exécrationnelle en matière d'extorsions et d'expropriations. Le manque de crédibilité de la France, en limitant les possibilités d'émissions, eut des retombées négatives sur le développement financier du pays, qui prit un retard de cent ans sur la Grande-Bretagne : la Banque de France ne fut fondée qu'en 1800, la Bourse de Paris comprenait cinq titres en 1815 contre quatorze à Londres en 1725, etc. Un autre facteur de ce sous-développement fut l'opposition des bureaucrates (fermiers généraux, etc) et des nobles qui, organisés en groupes de pression, parvinrent à bloquer les tentatives de réforme de Colbert, Law, Turgot et de Necker (Bosher [1970]).

Bien entendu, ce sous-développement financier ne faisait que renforcer l'incapacité du gouvernement à émettre de la dette. Pour certains, il est à l'origine des défaites françaises du XVIII<sup>e</sup> siècle dans toutes les guerres contre la Grande-Bretagne et même de la Révolution elle-même. »

Source : Gilles Saint-Paul « La dette publique comme moteur de développement financier », in *Revue économique*. volume 45. n° 3, 1994. pp. 767-774.

émissions qu'elles organisent pour leurs clients. Si des révolutions comme celle des chemins de fer ne sont pas fréquentes, l'électricité jouera cependant un rôle similaire au début du XX<sup>e</sup> siècle par l'ampleur des investissements nécessaires et la nécessité d'un recours au marché pour les financer (même dans les cas de nationalisation).

À la veille de 1914, la capitalisation des titres cotés à la Bourse de Paris représente environ trois fois le PIB (même si les titres étrangers, soit la moitié de l'ensemble, ne sont sans doute pas tous détenus en France), et, selon les estimations de l'époque, environ la moitié de la fortune nationale. Le marché boursier joue alors certainement un rôle pivot dans le marché financier français et plus généralement européen, et c'est depuis quelques grandes places financières – d'ailleurs étroitement liées entre elles – qu'est déterminé un coût du capital qui s'impose partout. Nombre de commentateurs pensent que les marchés financiers – comme le capitalisme européen dans son ensemble – ont atteint leur apogée.

### Les limites du marché : les PME

Pourtant, même à cette époque, le nombre d'entreprises cotées reste faible : à peine 400 sociétés françaises cotées au marché officiel parisien en 1913, peut-être autant sur les autres marchés français, sensiblement davantage en Angleterre mais celle-ci reste, avec la Belgique, l'exception en la matière. Les raisons de ce faible nombre sont multiples et concordantes : la plupart des entreprises recourent à l'autofinancement et ne souhaitent pas procéder à des émissions publiques qui risqueraient de diluer le contrôle – souvent familial – de leur capital ; elles préféreraient émettre des obligations, mais les Bourses exigent en général la cotation des actions pour coter des obligations ; lorsque les entreprises demandent la cotation de leurs actions, c'est donc parfois par besoin fort de financement, mais le plus souvent parce que des actionnaires importants souhaitent sortir du capital (lors d'événements familiaux en particulier) et obtenir une évaluation de la valeur de leur part. La fonction de liquidité prime donc, sauf dans les secteurs que nous avons mentionnés ci-dessus, sur la fonction de financement. Par ailleurs, la demande des investisseurs pour des actions – voire des obligations – d'entreprises peu connues et de taille moyenne est limitée, car le risque de voir la liquidité diminuer fortement après la cotation initiale est élevé ; c'est spécialement le cas à une époque où la plupart des actions sont détenues directement par des personnes physiques, les instruments de gestion collective n'apparaissant que tardivement, timidement, et dans la seule Grande-Bretagne.

Les entreprises petites et moyennes, qui n'ont pas accès aux marchés boursiers, même régionaux, ont certes recours aux banques. Pourtant, en 1900 comme en 2000, nombre d'observateurs considèrent que trop peu de capitaux leur sont accordés si l'on tient compte de leur importance tant économique que sociale. Au nom d'externalités localisées en matière d'innovation ou de formation, on critique l'intégration centralisée des marchés financiers et on en appelle à des modes locaux de financement des districts industriels, s'appuyant sur des banques régionales, souvent mutualistes ou semi-publiques ; la force de ces banques dans les pays décentralisés comme l'Allemagne ou l'Italie, mais aussi ponctuellement en France, semble équilibrer les risques de spéculation mais aussi d'exportation excessive de capitaux. Ces revendications hostiles à une confiance aveugle aux marchés ne sont pas sans effets sur la transformation de l'articulation entre marchés boursiers centralisés et marchés financiers au sens large que l'on observe au XX<sup>e</sup> siècle.

*Du Moyen-âge à la Seconde Guerre mondiale, les marchés de capitaux ne cessent de se développer, d'abord en Europe puis aux États-Unis. Les acteurs majeurs de ces marchés sont d'abord les collectivités publiques, grandes demandeuses de capitaux pour financer leur développement et offrant plus de garanties que les acteurs privés. Au XIX<sup>e</sup> siècle, ces derniers prennent le relai grâce à la révolution industrielle qui absorbe des financements considérables. Cet essor continu de la demande est à l'origine d'un véritable marché mondial du crédit qui diminue le coût du capital pour les emprunteurs et, mutualise les risques pour les prêteurs. Rien, à la veille de la Première Guerre mondiale, n'autorise à penser que cette internationalisation des échanges financiers puisse s'interrompre. (Cahiers de l'évaluation).*

#### Encadré 4 : Notaires et banquiers, précurseurs des marchés de créances privées

« Un marché financier développé permettait déjà bien avant la Révolution le financement des agents privés. S'il fut longtemps mal observé, c'est qu'il prenait des formes depuis disparues. En l'absence de sociétés anonymes, les emprunteurs comme les prêteurs étaient des personnes privées, parfois immensément riches, souvent plus modestes. En France et dans les pays héritiers du droit romain, les notaires – détenteurs privilégiés d'informations sur les fortunes familiales du fait en particulier de leur rôle nécessaire dans les contrats de mariage – servaient d'intermédiaires financiers. Ils s'organisaient entre eux de manière à trouver des contreparties satisfaisant leurs clients, ce qui conduisait à une intégration décentralisée du marché financier. Si les sources ne permettent pas de mesurer précisément cette intégration, l'importance des montants en jeu (dont l'ordre de grandeur est proche du PIB pour les crédits notariés privés à la veille de la Révolution) et l'ubiquité du crédit suggèrent qu'elle était substantielle. Cette organisation s'effondre avec la Révolution, en particulier parce que l'hyperinflation liée aux assignats réduit presque à néant la masse des créances privées. Les banquiers prennent alors la relève des notaires. Leur action est encore moins connue, car rien ne les oblige à un enregistrement durable comparable aux archives notariales. Mais rapidement, les agents privés découvrent de nouveaux instruments de financement en s'appuyant sur le marché centralisé organisé pour les titres publics. Certes, quelques entreprises avaient pu faire coter leurs titres dès le XIII<sup>e</sup> siècle ; mais il s'agissait de compagnies privilégiées, étroitement surveillées par l'État et limitées à certaines activités. »  
(Pierre-Cyrille Hautcoeur).



### ② La déréglementation au XX<sup>e</sup> siècle...



La première moitié du XX<sup>e</sup> siècle se caractérise par un repli des pays sur eux-mêmes. D'une part, la crise de 1929 a induit une certaine défiance vis-à-vis de la Bourse et de la sphère financière ; d'autre part, les deux guerres mondiales ont donné un coup d'arrêt aux échanges internationaux. Dans ce contexte s'opère un retour en force du crédit bancaire (la finance intermédiée) qui prend le pas sur les marchés financiers (la confrontation directe entre émetteurs et investisseurs, c'est-à-dire la finance désintermédiée). Il faudra attendre la fin des Trente Glorieuses, avec la suppression des changes fixes, la montée de l'endettement public et l'essor du commerce mondial, pour qu'émerge la finance, déréglementée, décloisonnée et désintermédiée que nous connaissons aujourd'hui.

Cahiers de l'évaluation

Auteur de l'article : **Arcangelo Figliuzzi**

« Économie monétaire et financière »,

collection « Grand amphi », 2<sup>e</sup> édition 2006, Bréal, extraits des pages 354 à 356

Ce texte est repris du site Melchior qui le publie sous le titre « Les étapes de la globalisation financière » (des parties de l'article ont été supprimées ou reportées en encadré, les références à des études et les notes de bas de page ont été supprimées. Les titres de l'article ci-dessous (en bleu) ainsi que ceux des encadrés sont ajoutés par la rédaction (ils peuvent reprendre un titre d'article).

Arcangelo Figliuzzi est agrégé de sciences sociales, ancien élève de l'ENS de Cachan. Il est l'auteur de plusieurs ouvrages dont *L'économie européenne*, juillet 2008, édition Bréal.

#### Première Guerre mondiale : désintégration des marchés internationaux de capitaux

De 1870 à 1914, les pays industrialisés dégagent des capacités de financement qui alimentent des flux de capitaux à grande échelle vers les pays neufs à fort potentiel de croissance : Amérique du Nord et du Sud, Australie ... Selon le FMI, les sorties nettes de capitaux de Grande-Bretagne atteignent à leur apogée (fin du XIX<sup>e</sup> siècle) 9 % du PIB, chiffre pratiquement atteint par la France, l'Allemagne et les Pays-Bas. Ces mouvements de capitaux sont fondés essentiellement sur des valeurs tangibles, comme les titres des lignes de chemin de fer et autres infrastructures, ainsi que sur les titres de la dette publique, peu risqués. Plusieurs éléments expliquent cette forte internationalisation des mouvements de capitaux :

- en premier lieu, une grande liberté de circulation des capitaux (peu ou pas d'entraves sur les mouvements de capitaux privés), corrélée à l'adhésion quasi générale à l'étalon-or et à ses principes : la forte crédibilité de

« Londres partage avec New York le statut de grande place financière internationale. Le secteur financier dans son ensemble constituait à peu près 30 % de la valeur ajoutée au Royaume-Uni en 2008, alors que le secteur manufacturier comptait seulement pour 12 % . »

Source : Hélène Rey, « Réglementation bancaire : inquiétude à la City, *Les Échos*, 26/01/11

l'engagement des pays à assurer la convertibilité en or de leur monnaie facilite l'essor de la circulation de capitaux ;

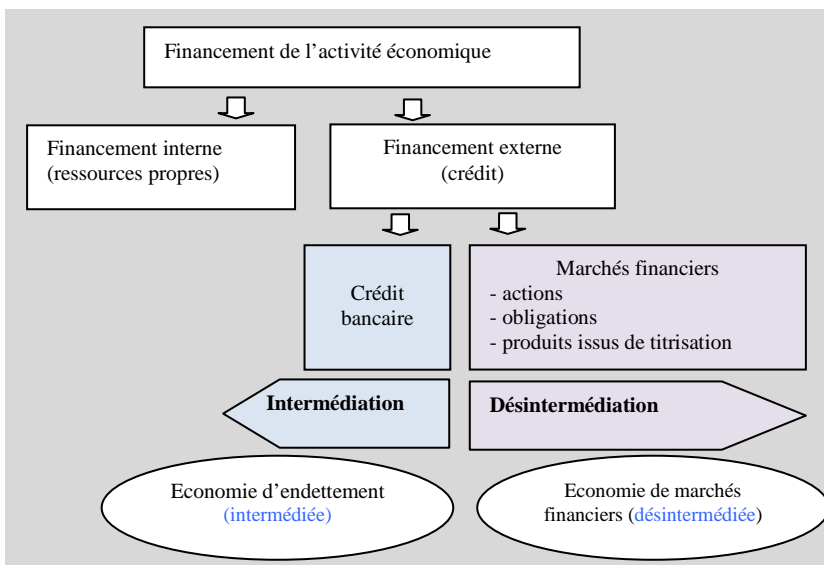
- en second lieu, la place centrale de la Grande-Bretagne dans le commerce mondial et le rôle prépondérant de la place financière de Londres qui, grâce à une livre sterling solidement ancrée à l'or (adoption du *currency principle* par le *Bank Act* de 1844) et à une omniprésence bancaire internationale, constitue la plaque tournante de l'activité financière mondiale. Une structuration du commerce international et des flux de capitaux selon une problématique de centre/périphérie se dessine dans le dernier tiers du XIX<sup>e</sup> siècle.

**Essor des dettes publiques et globalisation financière**

« Il existe un lien direct entre la montée en puissance de la finance globalisée et libéralisée, d'une part, et l'augmentation des déficits publics dans les pays industrialisés depuis le début des années 1980, d'autre part. Avec l'alourdissement de la dette, les Trésors publics nationaux ne pouvaient plus compter exclusivement sur les investisseurs nationaux. Il fallait faire appel aux investisseurs internationaux, en particulier les investisseurs institutionnels, pour acquérir les titres publics nationaux. C'est ainsi qu'au départ, les autorités publiques ont libéralisé et modernisé les systèmes financiers pour satisfaire leurs propres besoins de financement. (...) L'enchaînement déficit public-globalisation financière s'est déclenché à partir des États-Unis. Ceux-ci ont en effet enregistré une dégradation rapide de leur solde budgétaire, qui est passé d'une situation d'équilibre à la fin des années 1970 à un déficit estimé à 3,8 % du PIB en 1985. (...) À la suite de cette évolution, les États-Unis sont devenus le principal débiteur international, après avoir été jusque là le premier créancier. »

Source : D. Plihon, *Déséquilibres mondiaux et instabilité financière : la responsabilité des politiques libérales - quelques repères keynésiens*, coll. "Syros", extraits des pages 109-112

**De l'économie d'endettement à une économie de marchés financiers**



**La règle des « trois D »**

« La **déréglementation** désigne le processus d'assouplissement ou de suppression des réglementations nationales régissant, et restreignant, la circulation des capitaux (contrôle des changes, encadrement du crédit, etc.). Partie des États-Unis et du Royaume-Uni, elle s'est progressivement étendue à tous les pays industrialisés dans les années 1980.

Le **décloisonnement** désigne l'abolition des frontières segmentant les marchés financiers : segmentation des divers marchés nationaux, d'une part ; mais aussi segmentation, à l'intérieur d'un même pays, entre divers types de marchés financiers : marché monétaire, marché obligataire, marché des changes, marché à terme, etc. (...)

La **désintermédiation**, enfin, désigne la possibilité offerte aux opérateurs désireux de placer ou d'emprunter des capitaux, d'intervenir directement sur les marchés financiers, sans être obligés de passer par ces intermédiaires financiers traditionnels que sont les banques. »

Source : Serge Lepeltier, « Mondialisation : une chance pour l'environnement ? », *Rapport d'information n° 233 (2003-2004)*, 3/03/2004. La règle des trois D a « été mise en avant par Henri Bourguinat, économiste français, qui a posé la « règle des 3D » dans son ouvrage *Finance Internationale*, Presses universitaires de France, Paris, 1992

**Les produits dérivés (exemple des CDS)**

Les produits dérivés ont été conçus pour offrir une couverture aux investisseurs face au risque de variation du prix d'un actif (taux d'intérêt, devise, actions). Le marché des produits dérivés n'est pas un marché d'actifs : quand vous achetez une action, vous détenez une partie du capital de l'entreprise et une partie des droits de vote, c'est un actif ; si vous détenez non pas une action Martin mais une option d'achat Martin (type de produits dérivés), vous n'avez pas le droit au dividende, ni au droit de vote, il vous sera par contre possible d'acheter à un cours déterminé pendant une période déterminée une action Martin. Les marchés dérivés sont donc des **marchés sur les marchés de crédit**. Le premier marché de produits dérivés date du XVII<sup>e</sup> siècle en Hollande. Il s'agissait du marché des **bulbes de tulipes**, qui a déjà donné naissance à une bulle spéculative.



Ensuite, des marchés organisés ont été créés à Chicago au XIX<sup>e</sup> siècle mais le principal développement de ces marchés s'est fait dans les trente dernières années aux États-Unis. La forme la plus classique des dérivés de crédit est le **credit default swap (CDS)** : la personne désireuse de se protéger contre une défaillance d'une contrepartie paie à un tiers un flux régulier et reçoit de ce tiers un paiement (défini à l'origine) en cas de survenance de la défaillance redoutée. Semblables à des opérations d'assurance, les CDS ont ceci de particulier qu'il n'est pas nécessaire de détenir la contrepartie : un investisseur peut acheter un CDS, non pour se couvrir contre un risque de défaut mais pour espérer le revendre plus cher par la suite. Ceci revient, disent certains, à prendre une assurance incendie sur la maison de son voisin en espérant qu'elle brûle.

Les CDS ont été exclus de la réglementation des assurances, les volontés de réglementation par la SEC et le CFTC ayant été écartées par le *Commodity Futures Modernization Act* de 2000. De ce fait les CDS permettent de spéculer sur les évolutions des marchés sans avoir à satisfaire aux obligations prudentielles de fonds propres. Leurs échanges échappent à toute surveillance car ils se déroulent pour l'essentiel sur des marchés de gré à gré (*over the counter*).

Source : La rédaction à partir de diverses sources sur le net (<http://www.lexinter.net>, <http://www.vernimmen.net>, <http://www.edubourse.com>)

**Michel Rocard**

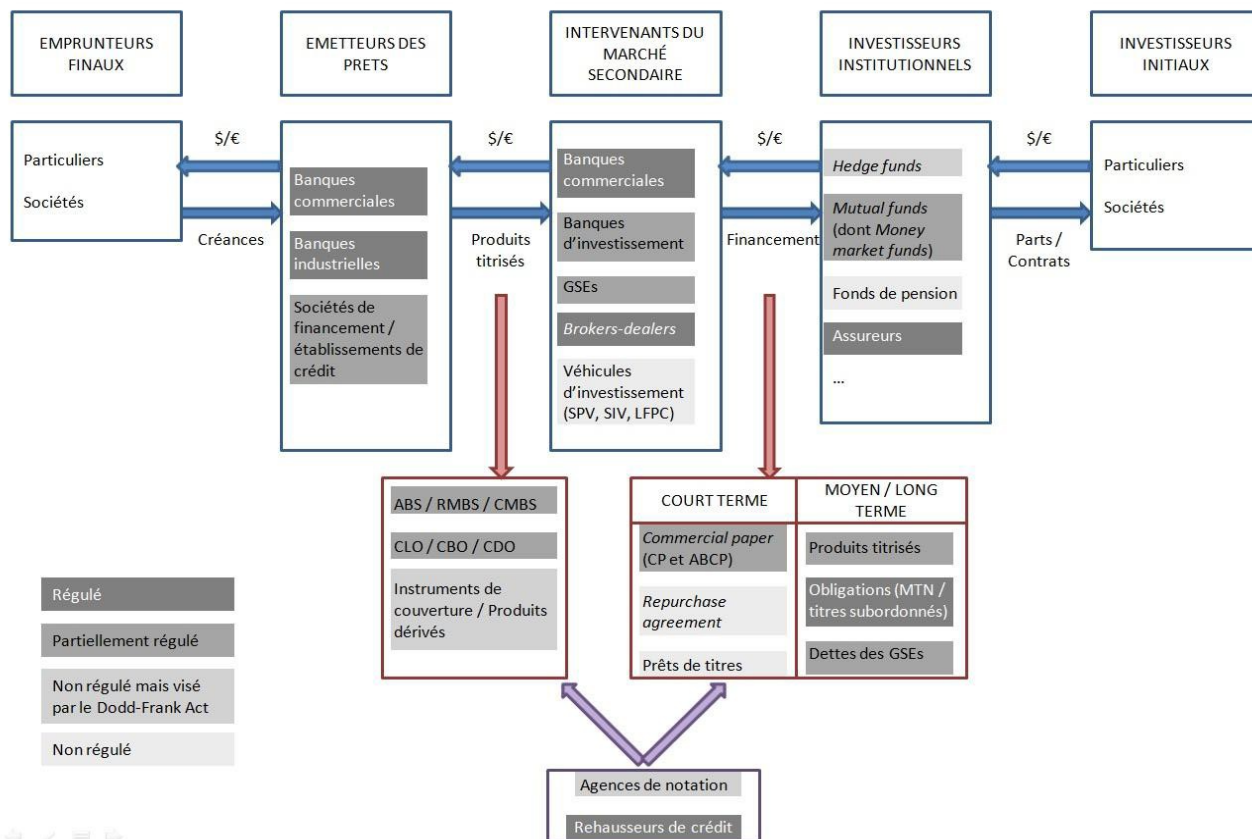
« En 1971 le monde est sorti des changes fixes caractéristiques des Trente Glorieuses. À partir de là, on a demandé au système financier d'inventer des assurances contre les variations soudaines de change et de prix. Les instruments conçus à cette occasion sont devenus des **produits financiers autonomes** sur lesquels, par cupidité, on a spéculé massivement. Il n'y a aucune utilité ni économique ni sociale à ce que circulent des **produits dérivés** détachés de tout contrat économique réel ».

Source : M. Rocard, « Plus loin avec la gauche », *Le Nouvel observateur*, 1/04/2010



## Encadré 2 : L'émergence d'un shadow banking system aux États-Unis (1980-2010)

Depuis les années 1980, se développe aux États-Unis un *shadow banking system* qui repose sur des **entités financières** (ou *shadow banks*) et des **produits** mettant en relation offre et demande de capital au travers d'une chaîne d'intermédiation longue qui échappe à la régulation bancaire traditionnelle (cf. schéma).



Les principaux éléments constitutifs du *shadow banking system* sont :

- les **émetteurs primaires de crédit** (*loan originator*) qui font souvent partie du système bancaire traditionnel (banques commerciales, banques industrielles et courtiers) ;
- les **intervenants sur le marché secondaire des prêts**. Ces entités agrègent les différents prêts et les structurent en **titres** de moyen et long terme (*asset-backed securities* ou **ABS**, *collateralized debt obligation* ou **CDO**) à destination des investisseurs institutionnels. Ce sont, par exemple, les banques d'investissement, les véhicules de titrisation et les agences publiques spécialisées (ou **GSE \***) ;
- les **investisseurs institutionnels** auprès desquels se financent à long terme les intervenants du marché secondaire des prêts. Ils disposent eux-mêmes des capitaux des investisseurs particuliers. Ce sont des fonds de placement, de *hedge funds* spécialisés dans les produits de dettes, de fonds de pensions ou de compagnies d'assurance.

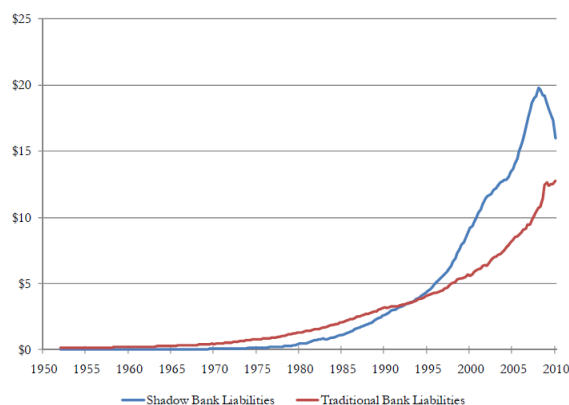
Enfin, certains acteurs ou titres contribuent indirectement au fonctionnement du système. Ainsi **agences de notation** et **rehausseurs de crédit** sont acteurs du *shadow banking system* du fait de leur activité sur les titres structurés alors que les produits dérivés, permettent également aux *shadow banks* de se couvrir contre certains risques afférant à la structuration de produits.

Il est difficile de mesurer précisément le **poids du shadow banking system** dans le financement de l'économie américaine. Selon une étude de la Réserve fédérale de New York, le passif combiné des acteurs du *shadow banking system* aurait dépassé celui des acteurs bancaires traditionnels dès le milieu des années 1990 (cf. graphique ci-contre). À la fin du 1er trimestre 2010, il était estimé à **plus de 16 trillions de dollars**, contre environ 13 trillions de dollars pour le passif des banques commerciales.

\* Les **GSE** sont les *government-sponsored enterprises* comme *Fannie Mae* et *Freddie Mac* (cf. encadré 3 de l'article 4). A noter que ces deux émetteurs secondaires de crédits ont finalement obtenu que *Bank of America*, émetteur primaire de crédit, leur rachète les produits toxiques qu'il leur avait vendu (article des *Échos* du 4 janvier 2011), *ndlr*.

Source : D'après *Washington Wall Street Watch*, n° 40, 7 octobre 2010, DG Trésor, Service économique des États-Unis, ambassade de France

Figure 1: Shadow Bank Liabilities vs. Traditional Bank Liabilities, \$ trillion<sup>4</sup>



Source: Flow of Funds Accounts of the United States as of 2010:Q1 (FRB) and FRBNY.

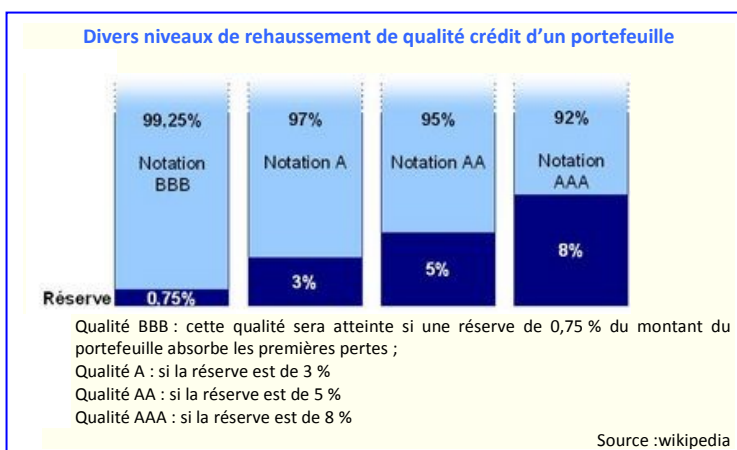
### Encadré 3 : La titrisation, un des outils du *shadow banking system*

Née aux États-Unis dans les années 1980, la titrisation a connu une expansion importante en Europe à partir de 2000. Cette opération financière permet à une banque de revendre ses créances sur des marchés spécialisés. Elle peut ainsi à la fois se refinancer et réduire son risque, lequel est reporté sur les investisseurs qui achètent ces créances. La titrisation consiste à regrouper un lot de créances de nature similaire (prêts immobiliers, prêts à la consommation...) à le céder à une structure ad hoc (*Special Purpose Vehicle* (SPV) aux États-Unis, ou fonds commun de créance (FCC) en France) qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs (fonds d'investissement classiques, fonds plus spéculatifs etc.). Les titres représentent chacun une fraction du portefeuille de créances titrisées et donnent le droit aux investisseurs de recevoir les paiements des créances (par exemple quand les prêts immobiliers versent des mensualités) sous forme d'intérêts et de remboursement de principal.

Le marché de la titrisation dépend en très grande partie de la capacité des agences de notation à donner une note financière à l'opération, et de la confiance que les acteurs financiers accordent aux conclusions de ces agences. En France, la notation est obligatoire en vertu de l'article L 214-44 du code monétaire et financier. Dès lors, quelle que soit l'opération considérée, les agences de notation sont

des acteurs obligés. Elles examineront celle-ci et évalueront les risques de perte pour les investisseurs. Dans le cas d'un portefeuille de crédits hypothécaires par exemple, elles examineront la qualité du portefeuille (type de client, revenus, situation géographique, ratio prêt/montant emprunté, etc.) et attribueront à chaque prêt un « risque de perte ». Ensuite, selon la façon dont l'opération est structurée, elles attribueront au portefeuille une notation qui ira par exemple de « AAA » (la meilleure qualité) à « BBB » (la plus basse qualité des « investissement raisonnable », aussi appelé *investment grade* : à partir de « BB » on est dans le « spéculatif », cf. article 5).

**Exemple.** Considérons un portefeuille de crédits qui n'a pas, en soi, une qualité suffisante pour atteindre la qualité « BBB ». Si l'émetteur indique à l'agence de notation qu'il constitue dans la SPV une « réserve » pour absorber les premières pertes, elle considérera que le risque de défaut est moindre pour les investisseurs et notera en conséquence. L'émetteur a commencé à « structurer » l'opération en introduisant un facteur (la réserve) qui améliore la qualité de l'opération du point de vue du risque de crédit supporté par l'investisseur. Plus on augmente la réserve, meilleure est la note accordée par l'agence (cf. graphique ci-contre). Il s'agit d'une technique de « rehaussement de crédit », on en verra une autre dans l'article 3.



#### Avantages et inconvénients de la titrisation

##### Avantages

→ Pour le cédant (...) le principal intérêt de la titrisation est de lui permettre d'alléger son bilan (d'aucuns diront « se débarrasser ») des créances cédées ce qui d'une part diminue d'autant ses obligations de capital réglementaire au sens Bâle II, et d'autre part lui permet de faire rentrer des liquidités supplémentaires (qui pourront servir à distribuer de nouveaux crédits).

→ Pour l'investisseur. Les ABS constituent une occasion d'investir sur des classes d'actifs qui ne sont pas accessibles sur les marchés, avec un profil rendement/risque a priori séduisant. (« Comme les actifs du sous-jacent sont diversifiés, clairement identifiés et nantis au profit des porteurs, les agences de notation estiment qu'en cas de défaut (ce qui reste théorique), le taux de récupération pour les porteurs est très élevé. » *extrait de document disponible sur internet, "Asset-Backed Securities – guide pratique pour les investisseurs" – Société Générale*)

→ Pour le marché. La titrisation permet en principe une meilleure répartition des risques sur le marché, ceux-ci n'étant plus concentrés entre les mains des organismes de crédit.

##### Inconvénients

→ **Asymétrie d'information.** L'émetteur des titres en sait beaucoup plus long sur ce qu'il est réellement en train de vendre que l'acheteur, c'est-à-dire l'investisseur. Tant que les titres émis se comportent effectivement comme annoncé dans la brochure, tout va bien et personne ne se pose de questions. Mais dès que des problèmes apparaissent sur certaines émissions, comme il faut une vraie expertise pour être capable d'évaluer un programme de titrisation, la suspicion s'étend à l'ensemble de la catégorie de produits et plus personne n'en veut. Cette perte de confiance qui s'étend à toute une classe d'actifs devient assez irrationnelle.

→ **Aléa moral.** La titrisation offre aux banques une opportunité d'alléger leurs bilans et donc de remplir plus facilement leurs obligations réglementaires, opportunité dans laquelle elles se sont engouffrées. Dans le même temps, elles se sont détournées de leur métier de base dont la juste appréciation des risques de crédit constitue la pierre angulaire. L'offre de crédit étant de plus en plus facile, les organismes de crédit sont devenus moins regardants sur la qualité des emprunteurs finaux. C'est ce qu'on appelle « l'aléa moral ».

Source : La rédaction d'après wikipedia ; les derniers paragraphes concernant les avantages et inconvénients de la titrisation sont repris du blog fimarkets.

La guerre de 1914-1918 marque une rupture très nette avec l'évolution des cinquante années précédentes. L'instauration du cours forcé (*i.e.* suppression ou suspension de la convertibilité d'une monnaie en or) puis les difficultés pour reconstruire un ordre monétaire stable, la généralisation du contrôle des changes et des mouvements de capitaux, ont entraîné une véritable désintégration des marchés internationaux de capitaux, surtout dans les années 1930.

La faible crédibilité de l'étalon de change-or, l'absence d'instances de régulation internationales et surtout le repli protectionniste et la division du monde en zones monétaires, ont tari les flux de capitaux à la veille de la Seconde Guerre mondiale. Les choix opérés en 1944 lors de la conférence de Bretton Woods vont, dans une large mesure, confirmer les restrictions aux mouvements de capitaux. (...) Le système de Bretton Woods privilégie, en effet, la possibilité de mener des politiques économiques autonomes.

Cette situation, ainsi que d'autres éléments (existence d'une inflation structurelle, en particulier) favorisent l'émergence d'une économie d'endettement : les marchés financiers sont donc caractérisés par une forte segmentation et une activité réduite (*cf.* encadré 4, *ndlr*).

## Deuxième Guerre mondiale : redéploiement des marchés financiers internationaux

Dès la fin des années 1950, deux éléments vont progressivement remettre en cause cette configuration :

- en premier lieu, le fort développement des échanges internationaux et l'émergence des firmes multinationales s'accommodent mal de la segmentation des marchés financiers : le système bancaire doit s'internationaliser ;
- en second lieu, la fin des années 1950 est marquée par le développement des euromarchés, qui vont jouer un rôle décisif dans le processus de financiarisation de l'économie mondiale.

La fin des années 1970 et le début des années 1980 marquent le passage à une économie de marchés financiers, qui ont connu depuis lors une croissance considérable, suscitant un développement extraordinaire d'innovations financières dans un contexte de concurrence accrue (*cf.* encadrés 1, 2 et 3, *ndlr*). Il est difficile de donner un ordre de grandeur plausible. Une étude de la Banque des règlements internationaux indique que le volume des **transactions** journalières atteint, en 1999, 1 500 milliards de dollars, soit près de **50 fois** le montant quotidien du **commerce mondial** de biens et services. Dans les années 1970, ce chiffre n'était que de 10 à 20 milliards de dollars.



Fermeture de la New York's American Union Bank le 30 juin 1931. Source: <http://www.ssa.gov/history/bank.html>

### Encadré 4 : Heurs et malheurs des marchés financiers dans l'entre-deux guerres

« Dans un premier temps, les années 1920 sont dans beaucoup de pays riches celles de l'élargissement des marchés boursiers à un plus grand nombre d'entreprises, d'une vive hausse des cours et d'importantes émissions liées en particulier à la vive croissance de secteurs comme l'électricité, mais aussi l'automobile ou la chimie. Néanmoins, les évolutions macroéconomiques et politiques jouent contre ce développement. L'inflation que connaissent plusieurs pays européens pendant la première guerre mondiale ruine les détenteurs d'obligations, et réduit même souvent la valeur des actions. Par ailleurs, la guerre a conduit en Europe à développer l'intervention de l'État dans l'économie, intervention qui dure au-delà à travers les dépenses de reconstruction et l'endettement public ou quasi-public qu'elles requièrent. La fiscalité sur les revenus du capital, quasi-nulle avant guerre, atteint des sommets dans les années 1920.

Mais le recul du marché est surtout le résultat de la **crise de 1929**. Considérée – avec quelque excès mais non sans raisons – comme le résultat des spéculations effrénées des années 1920, elle débouche sur une violente méfiance envers les marchés financiers. Aux États-Unis, les activités bancaires et financières sont séparées strictement par le **Glass Steagall Act de 1933** ; partout l'activité boursière recule durablement ; avant ou après la guerre, plusieurs pays (France, Grande-Bretagne, Italie entre autres) nationalisent des pans entiers de l'industrie ou des services (chemins de fer, électricité, charbonnages, banques), réduisant à peu de chagrin les capitalisations boursières. Aux États-Unis même, les marchés organisés jouent un moindre rôle. C'est moins les banques qui prennent leur place que des marchés financiers implicites internes aux très grandes entreprises, qui utilisent les revenus tirés de leurs activités « mûres » florissantes pour financer de nouvelles activités, selon un processus d'élargissement voire de diversification de leur activité conçu par des managers professionnels et sur lequel les actionnaires n'ont pas leur mot à dire. Les **marchés financiers** continuent d'évaluer leurs actions et de financer de nouvelles entreprises, mais ils **n'ont plus un rôle crucial dans l'économie**. »

Source : Pierre-Cyrille Hautcoeur, « Marchés financiers et développement économique : une approche historique », *Regards croisés sur l'économie*, n° 3, mars 2008, pp. 159-72. Le titre s'inspire d'un titre de l'auteur.

## Les années 1970 : expansion des marchés financiers, nouveaux instruments, nouveaux acteurs

Les marchés de **produits dérivés** sont apparus dans les années 1970 aux États-Unis avec l'ouverture à Chicago de *l'International Monetary Market* en 1972. En Europe, les plus importants sont le *London International Financial Future Exchange* (LIFFE, 1982) et le Marché à terme international de France (MATIF). Créé en 1986, le MATIF est un marché à terme d'instruments financiers permettant la couverture contre les risques de volatilité des taux d'intérêt.

Le développement des marchés de produits dérivés correspond à de nouveaux besoins et à l'apparition de nouveaux risques. Ils sont nés des réactions du marché face à l'instabilité des changes flottants et des taux d'intérêt à la fin des années 1980 : l'abandon du système de parités fixes de Bretton Woods en 1971 et l'entrée dans la crise qui s'est traduite par d'importantes fluctuations de taux d'intérêt ont accru l'incertitude et accentué les risques de taux d'intérêt et de change. Les produits dérivés répondent d'abord à un besoin de couverture contre ces risques. Ils ont cependant très vite donné prise aux comportements spéculatifs, notamment à travers l'activité des *hedge funds*.

Enfin, le développement de ces marchés s'est accompagné de deux phénomènes connexes : la montée des marchés émergents (...) et l'apparition de nouveaux acteurs : il s'agit des **investisseurs institutionnels**, structurellement en capacité de financement car ils collectent l'épargne placée par les particuliers. Parmi les investisseurs institutionnels, deux ont acquis une place prépondérante :

- les fonds de pension, organismes gérant l'épargne des ménages et les cotisations des employeurs dans le cadre des systèmes de retraite par capitalisation. Très présents aux États-Unis, les fonds de pension ont connu une expansion considérable. Ils constituent aujourd'hui le premier intermédiaire financier dans le monde (6 900 milliards de dollars dont 3 900 pour les États-Unis). Le poids financier des fonds de pension les amène à s'impliquer de plus en plus activement dans la gestion des entreprises, ce qui renforce le processus de contrôle des actionnaires sur les diri-geants des grandes firmes : c'est le *corporate governance* (ou gouvernement d'entreprise) qui constitue une véritable révolution managériale ;
- les fonds mutuels ou organismes de placement en commun de valeurs mobilières (OPCVM), sont des gestionnaires de portefeuilles collectifs constitués de paniers d'actifs (actions, obligations). Ils se présentent sous la forme de SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et de FCP (fonds communs de placement), qui ont connu un grand succès en France notamment avec la loi Monory.

*Le XX<sup>e</sup> siècle voit deux grandes mutations de la sphère financière induites par les pouvoirs publics. D'abord, sa réglementation suite à la crise de 1929 car les États ont pris conscience de l'impact macroéconomique des « accidents » sur les marchés financiers (Steagall Act en 1933 aux États-Unis, loi de décembre 1945 relative à l'organisation du crédit en France). Ensuite, sa déréglementation dans les années soixante-dix car la priorité pour les États est alors de participer à l'essor des échanges internationaux. Enfin, dans les décennies 1980 et 1990, prend place un autre phénomène majeur des marchés financiers, le développement des fonds de pension américains, qui se traduit par une exigence de rentabilité à l'encontre des marchés financiers. La réponse à l'ensemble de ces changements est l'émergence aux États-Unis d'un shadow banking system fondé sur un réseau complexe d'acteurs – institutions financières, agences de notation, assureurs – et de produits – dérivés, titrisés, structurés –, élaborés grâce aux synergies nouvelles offertes par les progrès en informatique et en mathématiques financières, shadow banking system dont l'opacité masque le risque. (Cahiers de l'évaluation).*

### Hedge fund

Un *hedge fund* (dits aussi fonds alternatif ou fonds d'arbitrage) est un organisme de gestion collective, investi dans une stratégie alternative : contrairement aux fonds « classiques », les *hedge funds* recherchent des performances déconnectées de la tendance générale des marchés actions ou obligations. Ils exploitent les déséquilibres de marché.

Source : d'après <http://www.fimarkets.com>

### Réglementation française

La loi du 23 décembre 1988 relative aux **OPCVM** et portant la création des fonds communs de créances (FCC) introduit en France les techniques de la titrisation (cf. encadré 2).

La **loi Monory** du 13 juillet 1978, puis le compte d'épargne en actions (CEA) en 1983, réduisent la fiscalité pesant sur les investissements en actions.



« En 1990, le montant des **transactions financières** était environ 15 fois plus élevé que celui du PIB mondial. Avant la crise, ce rapport a crû pour atteindre jusqu'à **70 fois le PIB mondial**. (...) le quadruplement des transactions financières est presque entièrement imputable aux **produits dérivés**. »  
("Taxe sur les transactions financières", rapporteur: L. Nyberg, Bruxelles, mars 2010)



### ③ ... et naissance des *muni-bonds* aux États-Unis (obligations des municipalités américaines)



Les marchés financiers modernes naissent outre-Atlantique, au début des années 1970. La déréglementation offre à de nouveaux entrants, comme les institutions publiques locales américaines, la possibilité de se financer sur les marchés. Ceci leur coûte moins cher et leur permet d'échapper aux investigations minutieuses des banques traditionnelles. Pour autant ces institutions, États, comtés, municipalités, entreprises publiques, universités, hôpitaux, écoles, ne bénéficient pas toutes de taux attractifs car leur réputation n'est pas toujours bien établie et qu'on ne peut compter sur l'État fédéral pour les renflouer. Ces considérations incitent des assurances à leur proposer une couverture de leur risque de défaut. Les obligations émises par ces institutions (*muni-bonds*) peuvent alors accéder au marché financier en bénéficiant de la notation de l'assureur. Cet article décrit le rôle joué par les agences de notation dans l'émergence de ce nouveau mécanisme assurantiel qui participe aux pratiques dites de « rehaussement de crédit ».

Cahiers de l'évaluation

Auteur de l'article : **Emmanuel Gentilhomme**,  
« Les réhausseurs de crédit »,

Dossier « Spécial économie », *Cercle Finance.com*, 5 février 2008, site [www.cerclefinance.com](http://www.cerclefinance.com)

Ce texte est repris du site Melchior qui le publie sous le titre « Les étapes de la globalisation financière ». Des parties de l'article ont été supprimées. Les titres de l'article ci-dessous (en bleu) ainsi que ceux des encadrés sont ajoutés par la rédaction (ils peuvent reprendre un titre d'article).

#### États-Unis, début des années 1970

##### Différents types d'obligations

Suivant l'émetteur :

- **emprunt d'État** dans sa propre devise
- **obligation souveraine** (emprunt d'État dans une autre devise)
- **obligation du secteur public** (autre émetteur public)
- **obligation corporate** (émetteur privé).

Suivant la durée d'émission ; quand elle est inférieure à 5 ans, on parle de :

- **bons du Trésor** (État)
- **billets de trésorerie** (émetteur privé).

##### Investisseur

Investir consiste à renoncer à une consommation immédiate pour accroître ses recettes futures. Sur les marchés financiers l'investisseur est celui qui apporte des capitaux en vue d'une rentabilité future, que cet apport s'effectue sous d'actions ou d'obligations.

#### ... déréglementation et désintermédiation

À cette époque, une révolution touche le marché du crédit : les entreprises et institutions financières qui souhaitent s'endetter ne sont plus obligées de passer par le canal du crédit bancaire. Désormais, elles peuvent s'endetter en se passant de cet intermédiaire – c'est pourquoi on parle de « désintermédiation bancaire » – et traiter directement avec les investisseurs institutionnels sur le marché des capitaux. Originaire d'Amérique du Nord, ce mouvement s'étendra ensuite à l'Europe, quoique dans des proportions plus réduites.

En jargon financier, on dit que l'entreprise où l'institution qui s'endette émet une **obligation** – c'est-à-dire un **titre de créance** – qui s'oppose à l'action – titre de propriété –. C'est pourquoi « l'endetté », sur le marché des capitaux, est appelé « **émetteur** ». Grâce à la désintermédiation, son endettement lui coûte moins cher qu'un emprunt bancaire. La désintermédiation entraîne un spectaculaire développement du marché de l'endettement. Les banques continuent d'accorder directement des prêts, mais elles interviennent également en tant que « passe-plats » entre émetteurs et **investisseurs**. Des intermédiaires financiers font leur apparition pour aider les investisseurs à hiérarchiser les émetteurs : les agences de notations-crédit (cf. article 5 sur les agences de notation, *ndlr*).

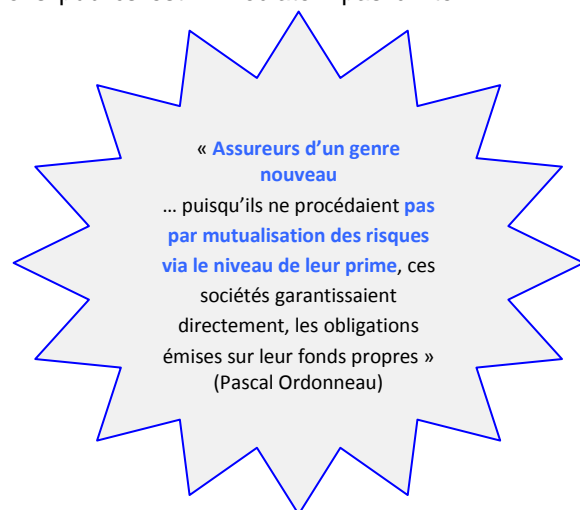
Les États et les multinationales sont les premiers à profiter de ce « libre accès » au marché obligataire : les investisseurs les connaissent depuis longtemps, leur réputation financière est solidement établie. Ce n'est pas le cas pour d'autres catégories d'émetteurs : par exemple, les collectivités locales américaines - principalement des municipalités, des entreprises publiques locales, certaines universités, etc. Elles aussi ont besoin de financer par

endettement des dépenses lourdes comme des routes, des hôpitaux, des écoles, lignes électriques, etc. Or, non seulement ces collectivités locales US sont très nombreuses, souvent peu connues, mais en plus aux yeux des investisseurs, leur « réputation financière » est au mieux inexistante, au pire douteuse. Avec un tel contexte, les villes américaines auraient bien eu du mal à profiter de la « désintermédiation financière » sans le concours d'un nouvel intermédiaire : l'assureur obligataire (en américain, *bond insurer*), que l'on appelle aussi « réhausseur de crédit ».

### ... la notation-crédit : outil assurantiel du risque de défaut des émetteurs obligataires

Les premiers assureurs obligataires sont fondés au tout début des années 1970, aux États-Unis. Il s'agit d'institutions financières d'excellente réputation – toutes sont notées 'AAA' – qui peuvent donc emprunter aux meilleurs taux. Ces assureurs ont pour clients les collectivités locales, à qui ils rendent un service simple : ils assurent leurs obligations. C'est-à-dire que les assureurs obligataires prennent l'engagement de se substituer à leur client – par exemple, la municipalité de Lincoln, Nebraska, ou celle de Baton Rouge, Louisiane –, si d'aventure celui-ci se trouve incapable de faire face aux échéances de sa dette. Bref, l'assureur et son client sont étroitement liés. En conséquence, la **notation-crédit de l'assureur obligataire** se substitue à celle de son client. Les assureurs sont forcément mieux notés que leurs clients – sinon ces derniers n'en auraient pas besoin. L'assureur obligataire fait profiter son client de sa bonne note en la « relevant » : c'est pourquoi on appelle aussi l'assureur obligataire « réhausseur de crédit ».

Comme tout secteur naissant et technique, le secteur souffre de premiers excès. En 1982, la compagnie publique d'électricité de la capitale américaine, Washington Public Power Supply System (WPPSS), fait défaut sur des obligations garanties de 2,25 milliards de dollars. La réaction des pouvoirs publics est immédiate : pas d'intervention étatique, mais plus de **régulation**. Les autorités US estiment que ce premier « ratage » résulte d'abord de la faiblesse de la concurrence, et font en sorte que le nombre d'assureurs obligataires augmente. Le régulateur pense aussi que l'imbrication des prestataires de services financiers est en cause : quand une même entreprise est à la fois la banque, le conseil financier, et l'assureur de son client, le risque de conflit d'intérêts n'est pas loin... En conséquence, Washington impose progressivement aux « réhausseurs de crédit » de devenir indépendants. Le régulateur US ne s'arrête pas en si bon chemin : il impose également aux sociétés d'assurance-obligataire... de ne pratiquer que cette activité, à l'exclusion de toute autre. C'est la raison pour laquelle aux États-Unis, les « réhausseurs » sont encore appelés *monoline insurers*, soit « assureurs monoproduit » : ils ne font plus qu'assurer des obligations, rien d'autre.



### États-Unis, trois décennies plus tard

#### ... la notation-crédit : outil assurantiel du risque de défaut des produits titrisés

Les assureurs obligataires vivront ensuite une vingtaine d'années sans problème majeur. Mais, dès la fin des années 1990, le marché de la dette locale US commence à être saturé. À la recherche d'un relais de croissance, les « réhausseurs » se mettent à assurer d'autres produits obligataires, des instruments complexes fabriqués par les banques à partir de créances de leurs clients, puis mis sur le marché des capitaux (on dit « titrisés ») : les CDOs (Collateralized Debt Obligations). Selon nos recherches, la part de ces CDOs pouvait représenter jusqu'à 20, voire 25 % du portefeuille des assureurs obligataires américains.

Avantage pour les assureurs : alors que l'assurance d'une obligation municipale donne lieu au paiement de la « prime » lors de l'émission et une fois pour toutes, les primes liées aux CDOs sont payées par fraction tous les mois, ou tous les trimestres. Or, cette alimentation régulière en cash est très prisée des sociétés cotées en Bourse...

Mais on peut trouver de tout dans ces CDOs : des « tranches » de dette d'État, de la dette d'entreprises, des crédits immobiliers de particuliers. Et notamment des prêts consentis à des ménages financièrement fragiles, ces fameux prêts « à risques » appelés **subprimes**. Une fois que le marché immobilier américain s'est retourné et que les prix des immeubles ont commencé à baisser, les ménages les plus « limites » – ceux qui avaient souscrit des prêts à « surprime » – ont été les premiers touchés. Les remboursements de certains emprunts *subprimes* ont donc été stoppés et les saisies se sont multipliées... (sur la crise des *subprimes* se reporter à l'article 4 et sur la situation en France se reporter à l'encadré 5 de cet article, *ndlr*).

Sur le plan financier, le ménage n'est pas le seul à souffrir : c'est aussi le cas de la banque et de sa réputation, qui fabriquait ces CDOs à partir des emprunts de ses clients, en tirait des revenus confortables et se débarrassait du

### Encadré 1 : Essor des *monolines*

« En 1980, 2,5 % des *municipal bonds*, approximativement, étaient garantis. Jusqu'au jour où le comté d'Orange, dans la banlieue de Los Angeles, se déclara en faillite, en 1997, entraînant une suspicion sur l'ensemble des collectivités locales américaines. Les rehausseurs de crédit devinrent alors incontournables et, profitant de leur succès et de l'obligation faite aux établissements financiers de noter l'ensemble de leurs portefeuilles de prêts et de valeurs mobilières, envahirent très largement la sphère financière.

Disposant des meilleures notations de la part des grandes agences de notation mondiales, elles conféraient leur qualité de notation à toutes les émissions de valeurs mobilières classiques et dérivées sur lesquelles elles apposaient leur signature. À la suite des déconvenues d'AMBAC, une réglementation américaine fut mise en place, autorisant les "rehausseurs" d'obligation à n'opérer que dans ce domaine. D'où le surnom de *monoline*. En 2002, plus de 40 % des *municipal bonds* » étaient couverts par un assureur *monoline*. »

Source : Pascal Ordonneau, « Monoline », publié le 09/12/2010 sur <http://lecercle.lesechos.fr/>

### Encadré 2 : Quel avenir des *monolines* aujourd'hui ? Le point de vue de Michel Aglietta

« Cette activité fut créée dans les années 1970 et réservée à des institutions spécialisées par un décret réglementaire américain de 1989. Traditionnellement, leurs clients étaient en très grande majorité les municipalités et les États américains. En raison d'une faible occurrence du défaut de la part de ces emprunteurs et au vu d'une imposante structure de capital, ces assureurs étaient considérés comme des structures financières très saines. Une telle convention se reflétait par un ensemble de notes très élevées de la part des agences de notations. Profitant de leur dynamisme et du nombre limité de défauts depuis leur création, les assureurs *monolines* finirent par investir le champ du financement structuré. Les agences eurent un rôle actif dans cette extension de leur activité en imposant des critères de collatéralisation en fonction du risque du titre structuré en question. Alors que les dégradations de notes se multipliaient et que les perspectives de défaut se précisaient, ces institutions pouvaient-elles conserver des notes très élevées (voire maximales) ? Cette question devint bien pressante dès l'été 2007.

Toute dégradation de la note d'un assureur *monoline* a pour conséquence de baisser la qualité des milliers de titres dont il a « rehaussé » le crédit (lorsque le 18 janvier 2008 l'agence Fitch dégrada la note d'AMBAC de AAA à AA, les notes d'une centaine de milliers de municipalités et autres institutions durent être dégradées (l'ensemble concernant un encours 500 Mds \$)). Face à un tel enjeu, on assista à la multiplication d'opérations destinées à renforcer la structure financière des institutions concernées.

Un premier point à noter est que ces opérations furent surtout évaluées selon la réaction des grandes agences de notation : leur statut de régulateur informel de cette industrie était admis en tant que fait accompli. Un deuxième concerne la viabilité à long terme de l'activité du rehaussement de crédit. Par delà un jugement sur la capacité à surmonter les pertes liées aux difficultés avec les titres structurés, il y a aussi de sérieux doutes sur le retour d'une demande pour de tels services dans le domaine du financement structuré suite au mouvement de réforme que ce champ va subir. (...) la fragilisation des institutions existantes a amené un vent de défiance de la part des responsables des finances des collectivités locales américaines.

L'État californien a lancé un processus de lobbying ayant pour but de faire évoluer les critères de notation des agences \*. Il s'agit surtout de revenir sur un biais qui aurait conduit à systématiquement sous-noter les titres des collectivités locales par rapport aux obligations d'entreprises. Or sans un tel biais, la demande pour le rehaussement de crédit s'étiole encore plus. Ce processus a déjà reçu des soutiens divers et il semble maintenant possible qu'il aboutisse (l'agence Moody's a déjà donné des signes favorables). À la fin du premier trimestre 2008, si l'avenir des assureurs *monolines* est sombre, la remise en cause des agences a franchi un nouveau stade. »

\* Cf. encadré 6 de l'article de Jean Tirole (*ndlr*).

Source : Michel Aglietta, Ludovic Moreau, Adrian Roche, « De la crise financière à l'enjeu d'une meilleure évaluation des crédits structurés », avril 2008, <http://congres.afse.fr>.

### Encadré 3 : Ambac au bord du dépôt de bilan fin 2010 ?

« Le deuxième rehausseur de crédit américain, Ambac, qui lutte depuis plusieurs mois pour sa survie, a annoncé hier qu'il ne rembourserait pas des traites dues le jour même sur des obligations à 7,50 % à échéance au 1<sup>er</sup> mai 2023. En juin, il avait prévenu les autorités qu'il n'avait plus le capital suffisant pour servir les intérêts de sa dette et qu'il ne disposait pas des moyens de financer ses opérations au-delà du deuxième trimestre 2011. Le groupe s'est dit jusqu'à présent "incapable de lever des capitaux pour chercher une alternative à la protection de la loi sur les faillites", ce qui l'a conduit à travailler "à restructurer sa dette à travers un dépôt de bilan préparé". En cas d'échec des négociations, il prévoit de déposer le bilan avant la fin de l'année, aux termes du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites. »

Source : Rejane Reibaud, « L'américain Ambac pourrait déposer le bilan », *Les Échos*, 02/11/10

### Encadré 4 : Des risques de faillites municipales aux États-Unis

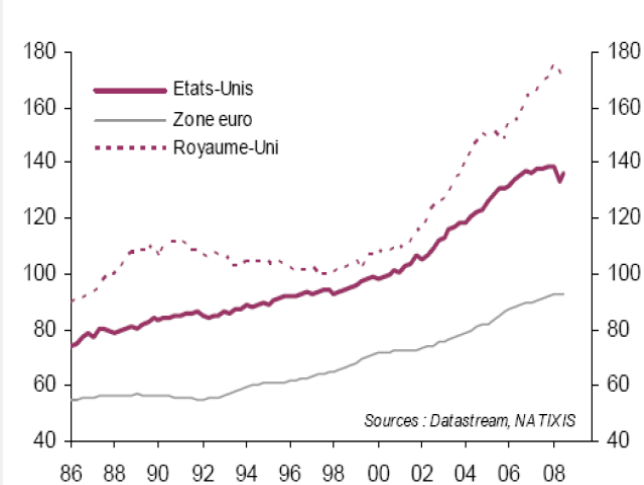
« Trois collectivités locales en sont très proches, selon le magazine *Fortune* : le comté de Jefferson, le plus peuplé d'Alabama, qui avait émis quelque 5 milliards de dollars d'obligations municipales pour financer l'amélioration de ses égouts, Harrisburg, la capitale de l'État de Pennsylvanie, qui a une échéance de 68 millions de dollars cette année sur sa dette, soit 3 millions de plus que tout son budget annuel, et enfin Detroit, dans le Michigan, qui a dû émettre en mars derniers des bons municipaux à 20 ans pour couvrir une partie de son déficit budgétaire de 2010. Pour le magazine américain, un défaut de paiement d'une municipalité américaine pourrait créer un nouveau choc sur les marchés financiers et peser fortement sur une croissance économique déjà poussive. Cela est d'autant plus inquiétant, comme le rappelle pour sa part *Time Magazine*, que l'ancien maire de Los Angeles, Richard Riordan, estimait récemment que la cité des Anges pourrait faire faillite d'ici à 2014. D'après *Municipal Market Service*, le marché des obligations municipales américaines pèse quelque 2 800 milliards de dollars. Au cours des dernières années, de nombreux investisseurs ont cherché refuge sur ce marché, qui en principe offre des rendements stables défiscalisés. Mais les défauts de paiement sur ce marché, souligne *Fortune*, risquent bien de se multiplier. »

Source : L'Amérique s'inquiète des risques de faillites municipales, *Les Échos*, 07/06/10

## Un moindre impact du krach

«Des pratiques similaires (prêts hypothécaires à risque) se sont répandues avec une moindre intensité au Royaume-Uni, en Irlande et en Espagne. La France a été épargnée pour quatre raisons principales : l'accès à la propriété n'a pas pris l'ampleur qu'elle a atteinte aux États-Unis depuis le début des années 1990 ; les **prêts immobiliers** sont largement à taux fixe ; ils sont **fondés sur les revenus des clients** \* et non sur la valeur des actifs ; le financement du logement social est assuré grâce aux dépôts du livret A qui sont centralisés à la Caisse des dépôts et consignations. ».

Dette des ménages en % du revenu disponible brut



« Les grands groupes bancaires français semblent avoir mieux surmonté la crise financière que la plupart de leurs homologues étrangers. Ils le doivent au modèle économique traditionnel (modèle dit de "banque universelle") qui associe les métiers de la banque de détail, de la banque de financement et de la gestion d'actifs et qui permet une meilleure diversification des risques et des sources de revenus. La qualité du crédit est considérée comme la meilleure garantie pour les résultats. La rentabilité des établissements bancaires français est ainsi moins dépendante des activités de financement et d'investissement. Elles ont toutefois développé une activité de *trading* pour compte propre qui les a conduites à prendre des positions sur les marchés qui peuvent majorer leur risque. En outre, ces groupes disposent d'une **assise en fonds propres** de meilleure qualité que beaucoup d'autres, particulièrement nécessaire pour absorber la hausse du coût du risque sur les entreprises et les particuliers qui accompagne le ralentissement économique. Les banques devront cependant supporter, en 2009 et en 2010, les effets de second tour de la crise sur l'économie (après le premier tour que représentaient les effets directs de la crise financière) : renchérissement des coûts de refinancement, hausse des défauts de paiement des entreprises, montée du coût du risque lié au risque de contrepartie. »

\*Sur les différents modèles de crédit suivant les pays se reporter à l'encadré 2.

Source : Rapport public, les concours publics aux établissements de crédit, Cour des comptes, mai 2010, La Documentation française, pages 8, 9 et 15.

## Lille se désintoxique des agences de notation

« Depuis le 11 juin dernier, en effet, la Communauté urbaine de Lille a cessé d'avoir recours aux services de Standard & Poor's (S & P), l'une des trois grandes agences de notation mondiales. Le vice-président de Lille Métropole chargé des finances, Dominique Baert, a déjà justifié ce choix en disant que *la communauté urbaine a exclusivement recours à l'emprunt bancaire avec des établissements qui conduisent leurs propres analyses financières*. Il ajoutait : *Les agences de notation, non seulement n'ont joué aucun rôle d'alerte dans la crise financière et dans la diffusion des produits toxiques, mais, au contraire, ont consolidé les notes de ceux qui en faisaient usage et aujourd'hui en amplifient les effets, s'attaquant aux États. (...) Dans le cas de la métropole nordiste, l'abandon de la notation de S & P avait été précédé par un audit financier désastreux. Celui-ci, mené par le cabinet Klopfer, avait révélé à l'automne 2009 que 36,1 % de la dette de la communauté urbaine de Lille étaient constitués de produits à haut risque.* »

Source : Mathieu Rosemain, « Martine Aubry refuse la toute-puissance des agences de notation », *Les Échos*, 16/09/10

## .... mais des produits toxiques détenus par les collectivités locales

« La décentralisation a accru les prérogatives des collectivités locales (communes, départements et régions) dans le domaine de l'éducation, de la santé, de l'apprentissage et des aides aux entreprises. Elle leur a aussi conféré davantage de pouvoir de gestion sur des budgets en pleine croissance. Les budgets des régions ont ainsi augmenté en moyenne de 9,8 % par an depuis 2003. Mais souvent, la gestion des risques financiers n'a pas été améliorée pour autant et la réglementation comptable est singulièrement laxiste. Ainsi, nombre de collectivités se sont endettées en utilisant des produits financiers dits "structurés" que les grandes banques étaient ravies de leur vendre, car ce sont des produits à haute marge. Ces produits offrent aux emprunteurs des conditions avantageuses pendant les premières années au prix d'un risque parfois très important sur le moyen terme.

Selon une étude de l'agence de notation Fitch publiée l'an dernier, l'un des produits ayant rencontré la faveur des collectivités locales est un « produit à barrière sur taux de change » qui accorde un taux d'intérêt très avantageux pendant trois ans, mais soumet ensuite l'emprunteur à un risque de change très élevé. Après trois ans, les taux d'intérêt payés dépendent des fluctuations du taux de change euro/dollar et peuvent monter en flèche ! Lorsque l'on connaît la volatilité du marché des changes, un tel contrat apparaît comme extrêmement risqué. En cette période de crise où les monnaies sont particulièrement volatiles, ce type de contrat conduit l'emprunteur à payer des taux pouvant dépasser largement 10 %. Fitch estime l'encours des produits structurés pour les collectivités françaises à environ 20 ou 25 milliards d'euros, très inégalement répartis. Si l'on ajoute l'ensemble des administrations publiques locales, l'encours des produits structurés serait de l'ordre de 30 à 35 milliards.

Pourquoi tant d'élus et d'administrateurs locaux ont-ils mordu à l'hameçon des produits structurés ? Nul doute que les départements marketing des grandes banques y sont pour quelque chose. Au-delà, il semble que les règles de comptabilité publique des collectivités locales soient souvent pernicieuses. En général, seul le taux d'intérêt initial fortement bonifié du produit structuré apparaît dans le bilan comptable et il n'est pas obligatoire de faire des provisions pour les pertes futures liées au risque du produit. En fait, dans certains cas, lorsque l'utilisation d'un produit structuré s'est avérée catastrophique, la collectivité locale renégocie avec la banque un autre produit structuré qui a pour effet de faire baisser le taux d'intérêt immédiat, mais au prix d'un risque futur encore plus élevé ! La banque y trouve son compte et le risque reste porté par l'emprunteur. La collectivité locale s'engage ainsi dans une sorte de fuite en avant où ses comptes ont l'air sains mais uniquement parce qu'ils ne reflètent pas les risques futurs. La sous-information des collectivités locales à l'égard de ces produits très complexes est sans doute à blâmer. On retrouve bien là l'un des leitmotivs de la crise actuelle : les produits financiers structurés fondés sur la *subprime* étaient eux aussi tellement complexes que certains acheteurs n'avaient aucune idée de leur risque.

Mais on peut se demander si les incitations des élus locaux n'ont pas eu elles aussi joué un rôle pervers. Les élus ont tout intérêt à camoufler l'endettement réel de leurs collectivités jusqu'aux prochaines élections en achetant des produits structurés. En cela, leurs incitations recoupent celles des traders qui ont intérêt à prendre des positions qui rapportent beaucoup d'argent à court terme, car ils obtiennent ainsi de gros bonus, quitte à courir des risques insensés sur le long terme. Après moi, le déluge... Un seul remède dans un cas comme dans l'autre : une comptabilité transparente et une réglementation sensée. »

Source : Hélène Rey, « Quand les élus locaux agissent comme les *traders* », *Les Échos*, 15/04/09. Le lecteur peut se reporter à la note de Fitch Ratings « La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ? » du 17 juillet 2008 ainsi qu'au rapport public 2009 de la Cour des comptes, chapitre « Les risques pris par les collectivités territoriales et les établissements publics locaux en matière d'emprunt ».



risque afférent. Le risque est justement supporté par les investisseurs du monde entier qui ont acheté les CDOs comme placement. Ainsi que par les assureurs, lorsque le CDO est garanti. Par exemple, la Société générale détenait un portefeuille de CDOs américains garanti par Ambac.

Les engagements financiers des assureurs d'obligations augmentent brusquement et menacent leur solvabilité, ce qui provoque une première dans leur histoire : le 18 janvier 2008, l'agence de notation Fitch a dégradé d'un cran la note d'Ambac, le numéro un du secteur. En conséquence, toutes les obligations garanties par Ambac « reculent » d'une note. Et la Bourse a tremblé... À raison, car on estime le marché des obligations garanties à 2 500 milliards de dollars, dont 1 200 milliards pour les seuls Ambac et MBIA. (en 2011, aux États-Unis, les faillites municipales sont toujours à l'ordre du jour et Ambac est au bord du dépôt de bilan (cf. encadrés 3 et 4) ; en Europe, certaines municipalités sont en difficulté non du fait de rehaussement de crédit mais pour s'être endettées en utilisant des produits financiers structurés (cf. encadrés 5 et 6, *ndlr*).

Au final, on retiendra que la **crise des subprimes**, qui a d'abord touché les courtiers américains spécialisés dans les prêts à « surprime », s'est étendue aux banques, puis aux investisseurs et, enfin, aux assureurs obligataires. Il s'agit d'un **dysfonctionnement du marché de la dette**. Certes, la crise est importante, mais elle condamne moins une activité qu'une manière de l'exercer. La preuve : Warren Buffett, un des investisseurs les plus avisés de la planète, a annoncé entre Noël et le Premier de l'an (2008, *ndlr*) le lancement de son propre assureur obligataire : Berkshire Hathaway Assurance Corp. La société de portefeuille de Buffett, Berkshire Hathaway, est réputée pour la prudence de ses investissements et sa maîtrise des risques. C'est plutôt bon signe pour le secteur... (sur les *monolines* et, plus particulièrement sur le rôle des agences de notation financière dans l'activité des *monolines*, se reporter à l'analyse de Michel Aglietta et *alii* en encadré 4 de cet article ainsi qu'à la dernière partie de l'article 8, *ndlr*).

#### Encadré 6 : Produits dérivés : Rome va poursuivre sept banques en justice

« Durant cette période (entre 2003 et 2007), à cheval sur le mandat du maire de gauche, Walter Veltroni, et sur celui de son successeur de droite, Gianni Alemanno, la ville (Rome) a accepté toute une série de refinancements complexes, basés sur des *swaps* monétaires et de taux d'intérêt. Pas moins de sept établissements sont mis en cause dans cette affaire : à nouveau Deutsche Bank, JP Morgan et UBS, mais également Banca OPI, Barclays, Morgan Stanley et Dexia-Crediop. Selon le quotidien économique *Sole 24 Ore*, la Guardia di Finanza, bras armé du fisc transalpin, tente depuis déjà un an de démêler les fils et de comprendre pourquoi la structure municipale chargée de surveiller les produits dérivés de Rome a été supprimée sur la période récente.

La Cour des comptes, qui suit aussi le dossier, a d'ores et déjà relevé qu'UBS était en première ligne, en étant à l'origine de 45 % des montants suspects. La justice devrait être saisie dans les toutes prochaines semaines. Au ministère de l'Économie, les services de Giulio Tremonti veulent garder la tête froide. Ils rappellent que, depuis juin 2008, la loi interdit aux collectivités territoriales la contraction d'emprunts indexés sur des *swaps*. (...) Il n'en reste pas moins que des enquêtes judiciaires sont en cours dans 53 collectivités. Huit régions sont particulièrement concernées, parmi lesquelles celles de Rome (le Latium), de Milan (la Lombardie) et de Turin (le Piémont), mais également celles de Gênes (la Ligurie), Florence (la Toscane) et Sienne (l'Ombrie). Au total, ce sont près de 10 milliards d'euros qui sont aujourd'hui considérés comme suspects, sur les 35 milliards d'euros de produits dérivés vendus par les banques aux collectivités. »

Source : Guillaume Delacroix, correspondant à Rome, « Produits dérivés : Rome va poursuivre sept banques en justice », Les Echos, 02/09/10

#### Encadré 7 : Des muni-bonds détenus par les ménages

« Les **avantages fiscaux** ont fortement contribué à orienter vers les muni-bonds l'épargne des ménages américains constituant une base d'investisseurs domestique et largement composée de particuliers. Ainsi, le particulier détenteur d'un titre émis dans son Etat de résidence bénéficie au moins d'une exonération des taxes fédérales, mais peut parfois également bénéficier d'une exonération des taxes de l'Etat fédéré, voire de taxes locales. D'après les données publiées par la Réserve fédérale, près de **70% des titres** sont détenus par les ménages américains, soit directement, soit par l'intermédiaire de fonds de placement (*mutual funds*) spécialisés. »

Source : DG Trésor, Washington Wall Street Watch, « Face aux difficultés budgétaires des collectivités locales, les *muni-bonds* sont-ils un marché à risque? », 16/12/2010./

*Ce premier éclairage sur les agences de notation pointe leur responsabilité dans l'effondrement du marché des dettes municipales américaines : la dégradation brutale des notes des assureurs détenteurs de produits toxiques, entraîna celle des muni-bonds dont ils avaient rehaussé la note, ce qui se traduit par la chute de ces obligations qui furent alors jetées en masse sur le marché. Leur responsabilité s'étend même peut-être à l'émergence de l'activité de monoline dont l'utilité est aujourd'hui largement en débat. Ce serait le cas si, comme certains le disent, les agences ont eu tendance à surestimer les notes des assureurs et, en parallèle, à sous-estimer celle des collectivités locales. Tout ceci donne un aperçu du pouvoir des agences de notation mais, en filigrane laisse aussi deviner les interactions dangereuses entre réglementation et innovation sur les marchés financiers, ceci à une échelle de temps importante : plus de trente ans se sont écoulés entre la déréglementation, l'arrivée des municipalités sur les marchés financiers, la création des monolines, l'invention de la titrisation des créances des ménages et le krach des muni-bonds. Or, ce dernier est responsable de la destruction d'une partie de l'épargne des ménages américains (70 % des muni-bonds leurs appartiennent) ce qui laisse ouverte la question de savoir si les pouvoirs publics ont bien réagi dans les années 1980, quand sont apparus les premiers signaux d'alerte concernant cette activité. (Cahiers de l'évaluation).*

### 4 La crise des *subprimes*



La crise financière de 2007 est une crise majeure du fait de la mondialisation économique. Ses déterminants restent cependant classiques. « Toutes les grandes crises financières se ressemblent de manière frappante, depuis la tulipomania de 1637 jusqu'à la crise de 1929, en passant par celles de 1873 ou de 1907 et bien d'autres. Comme par le passé, on retrouve dans la crise actuelle quatre invariants : une expansion extrême de la liquidité (...), une folle spéculation (...), le développement de techniques financières sophistiquées (...), enfin l'euphorie ambiante qui expédie aux oubliettes les avertissements, au prétexte que toute crise est « nouvelle ». En réalité, seul l'objet de la crise change (les chemins de fer en 1873, les valeurs Internet en 2001, les subprimes en 2007...), mais personne ne veut l'admettre. » (Jacques Gravereau<sup>1</sup>). Cet article revient sur la naissance des subprimes dans le contexte américain du début du millénaire où se conjuguent politiques macroéconomiques expansionnistes et marchés financiers peu régulés.

Cahiers de l'évaluation

**Auteur de l'article : Jean-Paul Betbèze,**

« Les leçons de la crise financière »,

*Études*, n° 4123, mars 2010

( *Études*, 14 rue d'Assas, 75006 Paris, [www.revue-etudes.com](http://www.revue-etudes.com))

*Ce texte n'est pas repris intégralement : des parties de l'article ont été supprimées ou reportées en encadré, les références à des études et les notes de bas de page ont été supprimées. Des encadrés ont été ajoutés par la rédaction. Les titres de l'article ci-dessous (en bleu) et les titres des encadrés émanent de la rédaction (ils peuvent éventuellement reprendre un titre d'article).*

Jean-Paul Betbèze est Chef-Economiste du Crédit agricole SA ; membre du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre. Il a notamment publié : *Crise : par ici la sortie*, PUF, 2010.

#### Au début était le calme...

Les années 2004-2005 ont été celles de la *Great moderation*<sup>2</sup>, une période où la croissance était redevenue stable, l'inflation modérée et les taux bas, à la fois courts et longs. C'était bien la preuve, aux yeux des marchés financiers, que le risque perçu par les opérateurs financiers était faible. Ce résultat, après l'éclatement de la bulle Internet aux États-Unis et l'attaque contre les tours jumelles de Manhattan, mais aussi après tant de crises dans les pays émergents d'Amérique latine puis d'Asie, était alors présenté comme la preuve de la crédibilité des grandes politiques monétaires de par le monde. À l'époque, sous l'effet conjoint de la FED américaine et de la BCE européenne, appuyées par les banques centrales des autres pays, le monde semblait enfin entrer dans la voie de la sagesse, donc celle de la prévisibilité. Cette prévisibilité était celle des prix futurs (autour de 2 % dans la zone euro et de 2,5 % aux États-Unis). Elle dictait celle des salaires, salaires qui dictaient le profit et l'investissement, profit et investissement qui dictaient la croissance et la dette, croissance et dette qui dictaient l'emploi, et ainsi de suite. Jamais, comme à cette époque, on n'avait vu une aussi faible volatilité de l'activité venant d'une volatilité aussi réduite de l'inflation anticipée. L'idée, partagée et crue, d'une inflation future modérée et stable, façonnait le réel, à savoir des programmes de croissance et d'investissement eux-mêmes stables.

<sup>1</sup> Jacques Gravereau, « Crise financière : la genèse d'une mécanique infernale », *La Tribune*, 26/06/2009.

<sup>2</sup> Ben Bernanke, *The Great Moderation*, *Eastern Economic Association*, Washington DC, 2004.

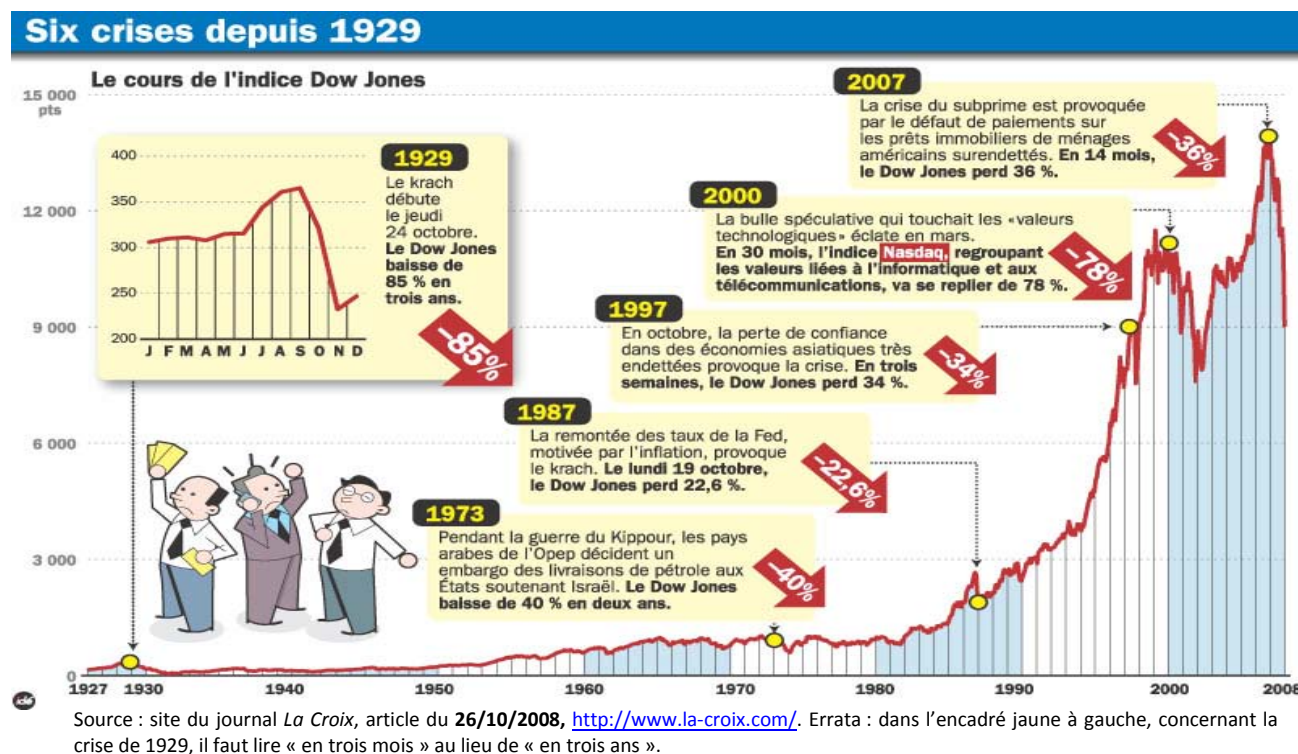
Mais la théorie économique enseigne que si le futur paraît à ce point prévisible le danger est grand que plus de risques soient pris sans en avoir une conscience claire, autrement dit sans que le prix du risque, à savoir le taux de l'intérêt, en tienne compte<sup>3</sup> : Les taux d'intérêt sont bas, parce qu'on a confiance dans les grands argentiers (cf. encadré 1, *ndlr*). Ces taux bas font investir plus et placer dans des actifs de plus en plus risqués. Dans ce contexte, la *grande modération* devient assez vite « la grande antichambre de la crise », en passant par « le grand ennui ». Pourquoi ? Parce qu'à ce moment on a beaucoup plus d'argent que de projets, autrement dit « la liquidité est ample ». Pour s'investir, elle se place alors, en désespoir de cause, dans des activités de moins en moins rentables, et qui sont en fait de plus en plus risquées. Le tout sans le savoir, ou plutôt sans le reconnaître. On le voit, toujours, au début du prochain ralentissement qui ne manque jamais de survenir, mais pas au moment de l'investissement, où chacun essaie de faire au mieux. Trop tard. Le calme ne prépare pas la tempête : il *fait* la tempête (cf. graphique ci-après sur les six crises depuis 1929, *ndlr*).

Car le risque est partout et toujours le même : c'est celui de l'incertitude, face à des acteurs qui peuvent plus ou moins l'anticiper, le comprendre et, moins encore, le supporter. C'est pourquoi l'idée de répartir les risques est toujours partielle, sinon fautive, si on ne se pose pas la question des acteurs qui les prennent. La plupart du temps, en effet, la théorie suppose qu'ils sont informés de la perte qu'ils peuvent subir. Ils proportionnent alors, rationnellement, cette prise de risque aux ressources dont ils disposent (ou peuvent aisément disposer). Ce que l'on appelle leurs liquidités.

#### Encadré 1 : "Crédit" vient du latin *credere* (croire, avoir confiance)

« Aujourd'hui, pour nous, le terme évoque immédiatement prêt d'argent, paiement différé, intérêts de la dette. Ou encore, pour ceux qui ont quelque expérience élémentaire de la banque, la monnaie scripturaire et le multiplicateur. (...) Pourtant, nous avons aussi une autre idée en tête quand il est question de crédit. Tout simplement : un prêt ne peut être accordé – quels qu'en soient l'objet, le montant, les protagonistes – que si le prêteur a suffisamment confiance dans la solvabilité de l'emprunteur. La clef du crédit, si familière qu'on ne lui prête plus attention, la voilà : la confiance et lui ne forment, comme recto et verso, qu'une seule et même réalité. Ce ne sont pas deux éléments inséparables et distincts, mais bien, dans le fond, une seule chose désignée par un seul et même terme. Car "crédit" – on le sait, on l'oublie – vient du latin *credere* (croire, avoir confiance) et *faire crédit*, c'est toujours *faire confiance*. Et la confiance n'est pas science exacte. Moralité : en affaires, il existe une part de croyance. Et elle est insuppressible. Sans doute, pour la réduire, va-t-on inventer quantité de ratios, de critères objectifs et de vérifications. Mais il y a toujours un moment où l'on doit franchir le pas, écouter sa... "créance", comme disait le français classique, c'est-à-dire sa croyance, qui fait exister la confiance et soutient le crédit. Ou bien s'y refuse ».

Source : extrait d'un article de Roger-Pol Droit, *Les Échos*, 18 février 2009. Le titre, de la rédaction, reprend une expression de l'auteur.



3 Ce que Hyman Minsky appelle le Paradoxe de la tranquillité. H.P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, 1986 et Paul Mc Culley, *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, Pimco, mai 2009.

Mais il se trouve que tel n'est pas souvent le cas, moins encore quand règne la tranquillité. Les rendements baissent en effet partout, donc les acteurs cherchent encore plus de rentabilité ; ceci d'autant plus qu'ils en ont besoin, car leur activité récurrente est jugée par eux trop peu rentable (investisseurs japonais, banques régionales allemandes, par exemple). Ceci veut qu'ils prennent de plus en plus de risques au moment même où ils ont moins de moyen d'y faire face, et de le reconnaître. Malheureusement, la montée des périls ne s'arrête pas encore là, car le risque ne se répartit pas, contrairement à ce qu'on croit. Il s'aggrave plutôt dans les lieux et chez des acteurs où il sera le plus fort, car le besoin de rentabilité y est aussi le plus élevé. Il n'y a donc pas diminution, mais augmentation des risques d'ensemble, par l'exposition croissante des acteurs déjà les plus fragiles. Pendant que règne la grande tranquillité, un effet domino se met ainsi en place...tranquillement.

Quant à la contrepartie des risques, la fameuse liquidité, elle n'a de sens que si certains vendent tandis que d'autres achètent, autrement dit si certains veulent retrouver de la liquidité pour la réinvestir, et d'autres investir celle qu'ils ont déjà. Cette liquidité ne peut être que partielle et surtout momentanée : c'est la seule qui existe. Car l'idée que des acteurs économiques et financiers pourraient chercher ensemble de la liquidité pour elle-même, parce qu'ils seraient inquiets ensemble, est une pure illusion. La liquidité n'existe que si certains la cherchent pour y renoncer aussitôt après, elle est une sorte de « stock outil » donné de l'économie capitaliste, mais elle n'existe jamais si tous la cherchent<sup>4</sup>. Et ceci ne se manifeste que quand vient la prochaine récession, alias la prochaine désillusion.

### Puis vient la complexité...

C'est ici toute l'histoire dite des *subprimes*, de ces crédits faits à des Américains pauvres et remboursables *in fine*, c'est-à-dire lors de la cession de la maison<sup>5</sup>. Le risque était élevé, mais bien caché. Ceci d'autant plus que le taux d'intérêt accordé à l'emprunteur les premières années était attractif, en partie parce que l'administration américaine souhaitait que les banques fassent des efforts pour aider à l'insertion des minorités ou des populations fragiles, dans le cadre de l'*affirmative action* (cf. encadrés 2, 3 et 4, *ndlr*). Complétons en indiquant que les personnes qui accordaient ces crédits étaient intéressées par des primes, un peu comme des agents commerciaux payés en fonction du chiffre d'affaires, et que ce crédit était ensuite structuré et titrisé, autrement dit vendu par la banque. Dès lors, le risque de crédit, au lieu de se manifester assez vite dans son lieu d'émission (la banque qui fait crédit) se répartit en se métamorphosant et en se « différant », et ceci d'autant plus que les créateurs de ce risque sont payés au chiffre d'affaires, sans risque *a priori* de retour de leurs « invendus ».

#### Encadré 2

##### Discours du président George W. Bush, octobre 2002

« De plus en plus de gens possèdent leur maison aux États-Unis. Aujourd'hui, deux tiers de tous les Américains possèdent leur maison. Mais nous avons un problème parce que moins de la moitié des Hispaniques et moins de la moitié des Afro-Américains possèdent la leur. C'est une différence très importante dans la propriété, une différence que nous devons travailler, ensemble, à combler. Et, à la fin de la décennie, nous aurons accru le nombre d'Américains originaires des minorités possesseurs de leur maison d'au moins cinq millions et demi de familles. Et nous devons aider les acheteurs de leur maison pour la première fois. Les acheteurs avec de faibles revenus peuvent et doivent aussi avoir une jolie maison à eux comme n'importe qui d'autre. Je crois dans le rêve américain. Posséder sa maison est une partie de ce rêve [...]. Et nous sommes ici pour lever les obstacles. Le premier, la plus grande barrière à l'acquisition de la maison pour la première fois, c'est le versement initial. C'est difficile pour beaucoup de familles à faible revenu de faire un versement initial élevé. C'est pourquoi je demande au Congrès d'agir très rapidement pour financer le fonds pour l'*american dream account*. Cela utilisera de l'argent, l'argent de ceux qui paient des impôts pour aider un acheteur à faible revenu à faire un acompte et c'est important [...]. Et, bien sûr, l'un des obstacles les plus importants à la possession de leur maison par les minorités, c'est le financement. Nos deux grandes sociétés de financement hypothécaire, Fannie Mae et Freddie Mac, se sont engagées à fournir plus d'argent aux banques, aux prêteurs. Elles se sont engagées à combler le manque de capital disponible pour fournir des prêts aux acheteurs de maisons provenant des minorités hispanique et afro-américaine [...]. »

Source : Jean-Marie Messier, *Le jour où le ciel nous est tombé sur la tête*, Seuil, janvier 2009

##### Discours d'Alan Greenspan, avril 2005

« L'innovation a permis l'avènement d'une multitude de nouveaux produits comme les prêts *subprimes* ou les programmes d'emprunts destinés aux immigrants. Ces exemples sont représentatifs de la qualité de réponse de l'industrie financière à travers l'histoire de notre pays ... Avec les progrès technologiques, les courtiers ont bénéficié de l'avantage fourni par les modèles de référencement (*scoring*) ainsi que d'autres techniques afin d'étendre l'offre de crédit à un spectre plus large de consommateurs. ...là où les candidats se seraient vu refuser le crédit, les courtiers sont maintenant capables de juger rapidement le risque posé par les postulants individuels et ainsi estimer le risque d'une façon appropriée. Ces améliorations ont permis une croissance rapide de l'industrie des prêts à risques dit *subprimes*; aujourd'hui la part de ces emprunts est de 10 % en très nette hausse par rapport à une part de 1 à 2 % au début des années 1990. »

Source : "Remarks by Chairman Alan Greenspan, Consumer Finance At the Federal Reserve System's Fourth Annual Community Affairs Research Conference, Washington, D.C", Federal Reserve Board (4 avril 2005). Traduction reprise de l'article "Krach immobilier américain des années 2000." Wikipédia, l'encyclopédie libre. 25 avr 2010, 06:10 UTC. 7 septembre 2010.

4 La liquidité est un calmant, nous dit Keynes : « le fait que chaque investisseur individuel se flatte de la « liquidité » de sa position...calme ses nerfs et lui fait courir plus volontiers des risques », John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, 1971, p.172.

5 P. Artus, J.P.Betbèze, Ch. De Boissieu et G. Capelle-Blanchard. « La crise des *subprimes* ». *Rapport du CAE*, n° 78, La Documentation française, 2008.



### Encadré 3 : Fannie Mae et Freddie Mac



« Les deux institutions joliment surnommées Fannie Mae (FNMA) et Freddie Mac (FHLMC) portent une lourde responsabilité dans les dérives financières du système bancaire américain. La première d'entre elles fut tout d'abord une agence gouvernementale, créée en 1938 par l'Administration Roosevelt, pour émettre des obligations à bas taux du fait de leur garantie fédérale, lesquelles alimentaient de liquidités un marché de prêts immobiliers à taux réduits accessibles aux familles les moins aisées.

En 1968, l'Administration Johnson, s'avisant que les engagements de Fannie Mae garantis par l'État prenaient de l'ampleur et obéraient la capacité d'emprunt d'un Trésor empêtré dans le financement de la guerre du Vietnam, organisa sa privatisation, puis le gouvernement Nixon créa en 1970 Freddie Mac, afin d'organiser un semblant de concurrence sur ce marché du refinancement du crédit hypothécaire. Cette histoire a donné à Fannie Mae et Freddie Mac un statut hybride de *Government Sponsored Enterprise (GSE)*, privées, mais légalement tenues de s'occuper exclusivement de refinancement de prêts immobiliers sous contrôle de l'État fédéral, en contrepartie d'avantages fiscaux. Pis même, bien qu'étant officiellement privés, les deux établissements ont toujours été considérés, du fait de leur tutelle publique et de leur rôle social, comme bénéficiant d'une garantie implicite du Trésor américain ! (...)

La tutelle de ces deux entreprises fut transférée au Département américain du logement (HUD) en 1992, car celui-ci voulait agir sur les prêts financés par les GSE pour satisfaire un objectif majeur de tout politicien qui se respecte outre-Atlantique : l'augmentation du taux de propriétaires de logement parmi les populations à faible revenu, et notamment les minorités. Aussi, le HUD a-t-il obligé Fannie Mae et Freddie Mac à augmenter tant le volume que la proportion de crédits *subprime* (jusqu'à 56 %, en 2004) refinancés. Pire, un des patrons du HUD, craignant que l'affichage des risques pris par les deux GSE pour se conformer à ces règles conduise les marchés à leur retirer leur confiance, résolut le problème en les exemptant en toute légalité de dévoiler trop en détail leurs expositions.

Aussi, Fannie Mae et Freddie Mac ont refinancé, à l'aide de produits obligataires de plus en plus complexes, plus de 5 000 milliards de dollars de crédits, soit 40 % des prêts immobiliers américains, dont plus de la moitié de crédits *subprime*, alors qu'elles ne disposaient pas de fonds propres permettant de s'engager sur de tels montants. Résultat, les banques émettrices de ces crédits ont pu ne pas se montrer trop regardantes sur les prêts qu'elles consentaient, puisqu'il y avait deux refinanceurs à la bourse grande ouverte derrière. »

« Fannie Mae et Freddie Mac sont tombées sous la tutelle des pouvoirs publics en septembre 2008 avec l'écroulement du marché immobilier américain qui a menacé tous les établissements ayant massivement acheté des produits structurés liés à l'immobilier comme Lehman Brothers, qui fera faillite, ou l'assureur AIG qui les a assurés. (...)

Ces sociétés, au statut semi-public car elles bénéficiaient de la garantie de l'État, ont fourni des liquidités essentielles au marché immobilier pendant le boom en rachetant aux banques leurs crédits et en les titrisant. Mais elles se sont retrouvées avec de gigantesques portefeuilles de produits toxiques qui ont conduit à leur nationalisation. Cela a nécessité une injection de 145 milliards de dollars de fonds publics et l'ouverture d'une ligne de crédit accordée par le Trésor jusqu'en 2012. (...)

L'avenir de ces deux agences est loin d'être clair. La réforme de la régulation financière qui devrait devenir loi début juillet, ne prévoit rien à leur sujet au grand dam des Républicains. Il semblerait qu'il n'y ait pas de position nette au sein de l'administration aujourd'hui sur la conduite à tenir. On a beaucoup reproché à ces agences une proximité bien trop grande avec le personnel politique à Washington et en particulier les Démocrates. Les premières ont pu se développer sans frein tandis que les seconds trouvaient auprès des dirigeants les contributions nécessaires à leurs campagnes. Aujourd'hui, leur priorité est d'aider à la stabilisation du marché immobilier et de limiter les saisies. »

Deux sources différentes : Vincent Bénard (*président de l'Institut Hayek de Bruxelles*), « *Subprime* : marché accusé, État coupable », *Le Figaro*, 9/09/2008 (premier extrait) ; Virginie Robert, « Fannie Mae et Freddie Mac sortent de la Cote », *Les Échos*, 17/06/2010 (second extrait). Voir aussi encadré 2 de l'article 2.

### Encadré 4 : Différents points de vue sur le *Community Reinvestment Act*

« L'idée que ce dispositif législatif est en partie responsable de la crise financière de 2008 via la crise des *subprimes* est défendue par des économistes libéraux ou libertariens. Ils considèrent qu'il a obligé les banques à prêter à des ménages qui risquaient de devenir insolubles. Cette idée est loin de faire l'unanimité et d'autres auteurs expliquent que le nombre croissant de crédits immobiliers accordés à des ménages modestes a été autant le fait de banques indépendantes que de banques assujetties à ce dispositif. »

« Avant l'adoption du CRA en 1974, les banques définissaient des politiques d'octroi de prêts (qu'on appelle « engagement ») en fonction de la localisation de l'activité ou de la résidence de l'emprunteur, ce qui était supposé réduire les risques. En pratique, les banquiers donnaient à leur personnel des cartes de la ville en délimitant à coup de traits rouges (d'où le nom de *redlining*) les quartiers à forte concentration de populations noires ou immigrées. Dans ces quartiers, la banque ne souhaitait pas prêter. Cette clientèle et ces quartiers représentaient un risque inconnu, sans qu'il y ait pour autant de la part des banques le souci de développer des méthodes pour mieux la connaître. Les assureurs et les agents des services fiscaux utilisaient eux aussi des méthodes analogues. (...) Durant l'été 1973, alors que la fumée des émeutes de Detroit et de Los Angeles se dissipait et qu'on enterrait les morts, pendant une réunion au Colorado de l'Aspen Foundation, le président Carter envisageait la création d'une banque spéciale pour stimuler l'accession à la propriété et la création d'entreprise dans les quartiers. Les conversations avec les banquiers les plus impliqués ont changé son projet. Pour éviter l'effet entonnoir, une loi est adoptée qui s'applique à toutes les banques. Cette loi est le *Community Reinvestment Act* de 1974. (...) les banques doivent pouvoir démontrer, *a posteriori*, l'efficacité de leurs contrôles internes en relation aux prêts aux populations susceptibles de discrimination. La loi *Home Mortgage Data Act (HMDA)* oblige les banques à publier ces informations annuellement. Elles sont ensuite analysées par les instances de régulation bancaire, et aussi par les investisseurs et les associations de consommateurs. S'il y a corrélation statistique entre le quartier, la couleur de peau ou les noms d'origine "non anglophone", ou encore l'âge ou le sexe des clients, et l'absence de demandes de prêt ou les refus d'octroi de prêt, on présume que la banque : soit, choisit de discriminer et se met en dehors de la loi ; soit ne sait pas contrôler ses propres méthodes d'analyse de risque, et se met en difficulté avec les régulateurs bancaires et les investisseurs ! (...) la CRA a permis aux banques d'augmenter énormément leur production de crédit dans les quartiers sans augmenter le risque qu'elles supportent. Les centaines de milliards de dollars de crédits « CRA » connaissent un taux d'échec identique aux autres créances. »

« Une seconde intervention publique (après Fannie Mae et Freddie Mac) a amplifié les excès bancaires dans l'octroi de crédits à des familles insolubles. Dans les années 1990, des études révélèrent que les refus de prêts aux membres des communautés noires et hispaniques étaient un peu plus nombreux que vis-à-vis des Blancs ou des Asiatiques, quand bien même ces refus ne concernaient qu'une demande de prêt sur quatre. Certains *lobbies* y virent non le reflet logique de la moindre richesse de ces communautés, mais la preuve d'un prétendu racisme du monde financier. Une loi antidiscriminatoire de 1977, le *Community Reinvestment Act (CRA)*, fut donc renforcée en 1995 pour rendre plus ardu le refus de crédit aux minorités par les banques, sous peine de sanctions renforcées. Celles-ci durent donc abandonner partiellement le rôle prudentiel qu'elles jouent habituellement lorsqu'elles refusent un prêt à une personne objectivement peu solvable. (...) Aujourd'hui, nombre d'experts estiment que sans le CRA, sans les GSE, l'accès à la propriété des minorités se serait tout de même développé, moins rapidement mais plus sainement. En voulant accélérer artificiellement ce que l'économie libre accomplissait à son rythme, c'est l'État, tantôt régulateur, tantôt législateur, qui a poussé à l'irresponsabilité les acteurs de la chaîne du crédit, provoqué une crise financière grave, et acculé à la faillite nombre de familles qu'il prétendait aider. »

Trois sources différentes : *Wikipédia* (premier extrait) ; Kent Hudson, *Interdire discrimination et exclusion bancaires : expériences américaines*, khnetonline.com, 15/12/2005 (second extrait) ; Vincent Bénard (*président de l'Institut Hayek de Bruxelles*), « *Subprime* : marché accusé, État coupable », *Le Figaro*, 9/09/2008 (troisième extrait)

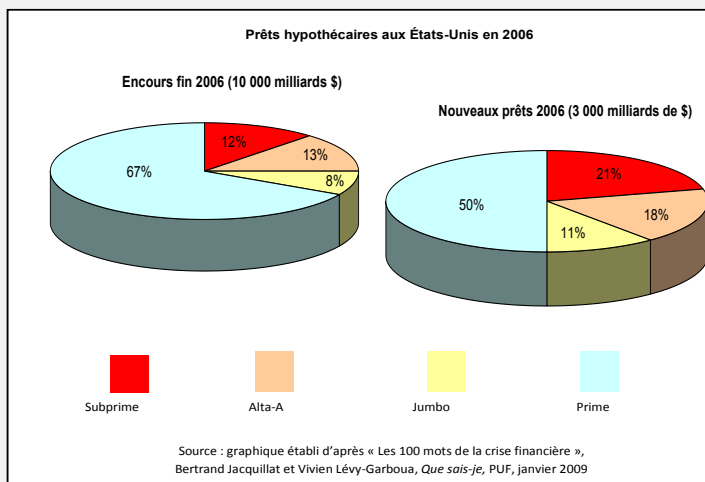
### Encadré 5 : Les subprimes...

« Les *subprimes*, ces prêts hypothécaires de qualité inférieure, sont à l'origine de la crise financière. Aux États-Unis, les prêts hypothécaires sont classés en quatre catégories en fonction de la qualité de l'emprunteur : *subprime* (les moins bons), *Alt-A*, *Jumbo* et *Prime* (les meilleurs). Plusieurs critères servent à définir cette qualité : le levier d'endettement (mesuré ici par le ratio *Loan to Value*, rapport de la dette à la valeur du bien financé), le score FICO\* (de *Fair, Isaac & Company*, la société qui a développé cette méthode d'évaluation des emprunteurs) et l'historique des relations bancaires de l'emprunteur.

Le prêt aux emprunteurs *subprime* a un certain nombre de caractéristiques :

- ♦ il porte sur une fraction substantielle du prix de la maison (ce qui s'exprime par des *loan to value* en moyenne de 80 %) ;
- ♦ il est de *longue durée*, en général trente ans ;
- ♦ il est soit à taux fixe (40 % au début, 25 % en 2006), soit – le plus souvent – à *taux variable*, sous la forme suivante : dans une première période de deux ans dans les prêts 2-28 (*two-twenty eight*), de trois ans dans les prêts 3-27 (*three-twenty seven*) le taux est fixe, disons 6,5 %. Au bout de deux ou trois ans, on change de régime (c'est la *reset period*) et l'on passe à un intérêt variable, indexé sur un indice, avec une marge de l'ordre de 6 %, ce qui, même dans une période où les taux étaient bas, conduit à des taux bien supérieurs au taux fixe initial.

Cette *montée des taux* est une incitation à rembourser par anticipation (moyennant une pénalité de 2 à 3 % du capital valeur de la maison était initialement de 100 000 \$, et le prêt de 80 % de ce montant, et qu'en deux ou trois le prix de la maison s'est apprécié de 20 % (elle vaut 120 000 \$) le *loan to value* s'améliore (il devient 66 %), ce qui permet d'améliorer la solvabilité de l'emprunteur (son *equity*, différence entre la valeur du bien et la dette, passe de 20 000 \$ à 40 000 \$), de faciliter le refinancement de sa dette (même après la pénalité de remboursement anticipé) et d'améliorer les conditions de taux qui lui sont faites (avec un nouveau 2-28 ou 3-27...).



L'*hypothèse de base* du mécanisme réside dans la *hausse continue des prix de l'immobilier* qu'il suppose, ce qui s'est effectivement passé jusqu'en 2006. Pour des emprunteurs qui consacrent plus de 40 % de leurs revenus au paiement des mensualités, la sortie ne peut se faire que par le refinancement, et le refinancement n'est possible que si les prix montent. On est dans un mécanisme de finance « à la Ponzi \*\* ».

\* Sur l'utilisation des scores FICO, voir l'article 9, ndlr.

\*\* Un mécanisme « à la Ponzi » consiste pour une institution financière à rémunérer les dépôts à partir des fonds procurés par les nouveaux clients. Le système s'écroule dès que les sommes procurées par les nouveaux entrants ne suffisent plus à couvrir les rémunérations des dépôts. Charles Ponzi, devenu célèbre dans les années 1920 pour avoir mis en place une opération à Boston fondée sur ce principe, a donné son nom à ce mécanisme frauduleux qui a été utilisé dans « L'affaire Madoff » (ndlr).

Source : Bertrand Jacquillat, Vivien Lévy-Garboua, « Les 100 mots de la crise financière », *Que sais-je ?*, PUF, janvier 2009

### Encadré 6 : ...un avatar de l'industrialisation du crédit (modèle *Originate and Distribute*)

« Le schéma traditionnel du crédit bancaire a été remis en cause depuis une vingtaine d'années avec le modèle *Originate and distribute* (« origination » puis distribution), qui décompose le processus en étapes distinctes gérées par des organisations différentes : l'approche commerciale du client peut être confiée à un tiers (un *broker*) ou être réalisée par les vendeurs de la banque ; l'origination comprend, outre cette approche initiale, la mise au point du contrat et sa négociation finale. Mais la créance n'est plus nécessairement conservée sur le bilan de la banque. Elle peut être regroupée, avec d'autres, dans un fonds commun de créances, dont les parts ont vocation à être vendues à des investisseurs, en général professionnels. C'est le mécanisme de titrisation (cf. encadré 3 de l'article 2). Une fois titrisées, les créances continuent à être gérées administrativement par la banque, qui conserve la relation avec le client, mais il s'agit d'une simple prestation de service pour le compte du fonds, désormais propriétaire de la créance, et qui en assume, *via* ses porteurs, l'intégralité du risque. Les créances, transformées en titres, ont été distribuées comme on distribue n'importe quel titre sur un marché financier. La justification de ce modèle réside d'abord dans son efficacité, par la spécialisation des acteurs qu'elle suppose et les économies d'échelle qu'elle permet ; ensuite dans sa rentabilité pour les banques, puisqu'elle transforme une activité risquée et mobilisant du capital (en proportion des crédits portés par la banque sur son bilan) en une activité de service, rémunérée par des commissions mais sans risque et n'exigeant pas de fonds propres ; et enfin par la répartition des risques qu'elle permet de leur gestion par un mécanisme qui, *via* la titrisation, les reconfigure, les « améliore » de manière à créer un produit intéressant pour des acteurs nouveaux, autres que les seules banques.

L'exemple des *subprimes* illustre une défaillance majeure due à la complexité et à l'éclatement des rôles dans le modèle *Originate and Distribute*. Dans la chaîne des acteurs, on trouve successivement un *broker* en prêts hypothécaires qui démarché le client et lui vend son produit. Ce *broker* s'adresse ensuite à une banque qui va consentir le crédit à l'emprunteur/accédant à la propriété. La banque « originatrice » fait ensuite appel à un spécialiste de la titrisation qui va monter un fonds de créances. Le fonds utilise les services d'une agence de notation. Il vend ensuite les parts du fonds à des investisseurs institutionnels (gestionnaires d'actifs, fonds de pension, compagnies d'assurances, *hedge funds*, etc.) qui, sur la base du *rating*, et de la rémunération attractive proposée vont l'inclure dans leur portefeuille. Dans l'intervalle, un *conduit* peut servir à « parquer » le crédit.

Le plus extraordinaire, c'est la somme de compétences tout au long de la chaîne. Mais il y a une grande faille : personne n'a une vue complète du processus et chacun perd, peu à peu, la vision d'ensemble et l'économie sous-jacente de l'actif et du risque qu'il porte. Personne n'est responsable de l'ensemble de la chaîne. Chacun s'étourdit dans une analyse technique.»

Source : Bertrand Jacquillat, Vivien Lévy-Garboua, « Les 100 mots de la crise financière », *Que sais-je ?*, PUF, janvier 2009

## Encadré 7 : ...un avatar du crédit hypothécaire

### Les raisons de la crise

- ◆ La **conception du crédit** dans les pays à dominante protestante (Royaume-Uni, États-Unis...). L'analyse de risque réalisée par le prêteur se fonde sur la garantie offerte par l'emprunteur et non sur la solvabilité de celui-ci. Pour un emprunt immobilier, par exemple, le bien immobilier est donné en garantie, on parle alors de crédit hypothécaire, en anglais, c'est d'ailleurs le même mot, *mortgage*, qui désigne crédit immobilier et crédit hypothécaire. L'emprunteur doit lui-même évaluer sa capacité de remboursement sachant que, s'il ne respecte pas ses engagements, le créancier a le droit de vendre le bien hypothéqué et de se faire rembourser sur le prix de vente la somme qui lui est due.
- ◆ L'**hypothèse** d'une montée continue des prix de l'immobilier. Pour attirer les emprunteurs, les remboursements des premières années (de un à cinq ans en général) se limitaient au paiement des intérêts sur la base d'un taux fixe promotionnel, le paiement du capital n'intervenait qu'ensuite, sur la base d'un taux d'intérêt élevé car fondé sur un taux variable et incorporant la prime de risque (*subprime*). Au moment du passage à taux variable, le débiteur insolvable était censé pouvoir revendre son bien à un prix bien supérieur à celui qu'il avait payé.
- ◆ Un **cadre institutionnel** incitant :
  - les ménages à emprunter : déductibilité des intérêts hypothécaires de l'impôt, possibilité pour l'emprunteur de se voir prêter jusqu'à 110 % de la valeur du bien hypothéqué et de pouvoir recharger sans fin son crédit hypothécaire pour garantir de nouvelles dettes (crédit à la consommation, crédit immobilier...);
  - les banques (i.e. émetteurs primaires) à prêter : la titrisation des créances hypothécaires était avantageuse pour les banques car elles se débarrassaient du risque (i), libéraient des fonds propres pour établir de nouvelles créances (ii) et récupéraient du cash (iii).
  - les agences publiques à refinancer les prêts : missions attribuées à Freddie Mac et Fannie Mae, limitation de leur pouvoir de refuser des prêts par le [Community Reinvestment Act](#) de 1977 (cf. encadrés de l'article suivant) ;
  - les investisseurs à acheter les produits titrisés : l'opacité du *shadow bank system* a masqué le risque de défaut des produits comprenant des créances hypothécaires *subprimes*.
- ◆ Des **taux d'intérêts** historiquement faibles pratiqués par la réserve fédérale des États-Unis pour éviter la récession aux États-Unis suite à l'éclatement de la bulle internet en 2000 et aux attentats du 11 septembre 2001 (taux directeur de 1 % en juillet 2003, le plus bas niveau depuis 1954).

### Le déclenchement de la crise.

La pérennité de ce système dépendait de deux conditions : d'une part, des taux d'intérêt stables et, d'autre part, d'une appréciation régulière de l'immobilier. Or la réserve fédérale des États-Unis a progressivement relevé son taux jusqu'à 5,25 % en 2006 et les prix de l'immobilier ont commencé à chuter dans plusieurs régions des États-Unis à partir de 2006 (baisse de 20 % durant les 18 derniers mois précédant la crise). En pratique la crise a été initiée par l'insolvabilité des débiteurs et la chute des prix de l'immobilier qui se sont renforcés mutuellement, ce qui a provoqué la faillite des sociétés de crédit spécialisées, puis des pertes chez les grandes banques qui les détenaient ou travaillaient avec elles, avant que la crise ne revête une dimension mondiale.

### Le crédit en France

La conception du crédit est différente dans les pays majoritairement catholiques (France, Italie...). Contrairement aux pays à dominante protestante l'analyse du risque se focalise sur la **solvabilité de l'emprunteur**, la garantie venant seulement conforter cette analyse. Le prêteur a vocation à prêter aux emprunteurs dont la capacité de remboursement est établie sur la base de critères stricts. Le risque de défaillance est pris en charge par une société de cautionnement en contrepartie d'une rémunération (principe de mutualisation des risques de défaillance). La pratique du crédit hypothécaire demeure peu usitée (environ le tiers des garanties dans les crédits immobiliers) malgré une réforme en mars 2006 visant à relancer la consommation (baisse du coût d'une hypothèque et création de l'hypothèque rechargeable). Le [rapport de l'Inspection générale des finances](#) (2004) qui avait précédé cette réforme était resté assez réservé sur cette pratique jugée risquée. En octobre 2008 le [Conseil d'analyse économique](#) (CAE) est revenu sur ce sujet dans son rapport « Loger les classes moyennes : la demande, l'offre et l'équilibre du marché du logement » en indiquant qu'« il ne s'agirait pas d'adopter un système hypothécaire "pur", dont les carences sont aujourd'hui bien visibles, mais d'opter pour un modèle de crédit immobilier hybride, dans lequel seraient prises en compte la solvabilité de l'emprunteur mais aussi la valeur du bien acquis mis en gage ».

Source : la rédaction d'après différentes sources internet (Lavieimmo.com, blog-credit.com, wikipédia...)

La métamorphose du crédit ne porte pas tant sur le caractère abstrait de la structuration, où le « sous-jacent » disparaît, à savoir le crédit spécifique fait pour acheter un logement spécifique. Elle porte plutôt sur le fait que le crédit est devenu un produit de marché. Sa valeur monte alors avec le volume des crédits accordés : le prix des maisons augmente, puisque de plus en plus de crédits sont accordés. Ainsi, le risque estimé au début pour les crédits diminue. C'est une bulle qui se crée : les crédits nouveaux rehaussent la valeur des anciens. Ils incitent les acquéreurs des actifs titrisés à se poser de moins en moins de questions, et même à demander plus de ce type de papier. Plus de rendement, moins de risque, de la liquidité, et maintenant une plus-value à la vente : il ne peut y avoir mieux, par ces temps de disette des rendements.

Mais une telle logique ne peut se poursuivre, pour la bonne raison que les arbres (les prix des maisons) ne peuvent monter au ciel. En fait, les clients pauvres bénéficiant des crédits *subprimes* de l'année 2004 sont plus pauvres que ceux de l'année 2003, et ainsi de suite. Le risque pris ne fait que croître, alors que les prix des papiers augmentent !

Il s'agit là d'un décalage entre la prise et sa perception, sous l'effet d'une liquidité qui cache la réalité. Elle va se manifester par les taux de défaut sur les crédits aux logements : ils vont subitement exploser à la fin de l'année 2006 et au début de l'année 2007. Ceci met en évidence la détérioration du portefeuille au cours du temps. Dans ces conditions, l'idée que le prix des maisons ne fait que monter se trouve prise à revers et l'augmentation des prix des logements se met à décélérer. Il n'en faut pas plus aux marchés financiers pour s'inquiéter : pour eux, la décélération des prix est assimilée à une baisse future. Immédiatement en effet, les détenteurs de ces actifs titrisés s'inquiètent et se portent massivement vendeurs. La prophétie devient auto-réalisatrice<sup>6</sup>. Nous sommes en août 2007, moment où on se rend compte que le marché de ces papiers a disparu. Les titres *subprimes* sont devenus subitement *illiquides*, car les actifs s'avèrent incotables : les principes comptables de *fair value* qui reposent sur les valeurs de marché (*mark to market*) précipitent la crise. Les garanties sautent les unes après les autres, les assurances spécialisées (dites *monolines*) font faillite (cf. article 3, *ndlr*). Les banques – autant que possible – doivent reprendre les crédits titrisés à leurs bilans, sous la pression de leurs clients. Ceci leur pose, très vite, des problèmes de trésorerie. Il faut donc que les banques centrales leur viennent en aide.

En quelques semaines, nous sommes ainsi passés de la *grande modération* et de la grande tranquillité à la grande inquiétude, tout simplement parce que les acteurs ont découvert que les montages sophistiqués sur lesquels reposaient les produits financiers qui circulaient ne cachaient pas seulement leur risque effectif, mais surtout un risque de liquidité. Face à l'inquiétude qui naît devant leur impossible valorisation, plus personne n'achète ; autrement dit tout le monde veut vendre ces produits, puis de proche en proche tout le monde veut se débarrasser de produits financiers, même relativement moins compliqués. Assez vite, il n'y a plus que la monnaie qui vaille, et cette monnaie devient assez vite le seul dollar. C'est le *flight to quality* généralisé.

Les banques centrales vont alors continuer à soutenir leurs banques, de plus en plus et en recourant à des techniques sans exemple antérieur, en tout cas de cette ampleur. La Banque centrale américaine achète ainsi des papiers publics, et donc finance le déficit du Trésor. La Banque centrale européenne escompte, pratiquement sans limite et sur douze mois à taux fixe, les crédits faits par les banques à leurs clients.

Il s'agit d'empêcher à tout prix que la crise de confiance ne se répande et ne menace les systèmes bancaires nationaux<sup>7</sup> (cf. schéma dans l'article suivant sur la dégradation rapide de la situation de Northern Rock en août et septembre 2007, *ndlr*).

6 C'est l'effet Merton (cf. R.K.Merton, *Social Theory and Social Structure*, Free Press, 1949).

7 N'oublions pas le *bank run* contre la banque anglaise Northern Rock en août 2007 (qui conduira à la nationalisation de cette banque) (cf. schéma de l'encadré 3 de l'article 5, *ndlr*) et une réplique d'inquiétude à l'encontre des dépôts bancaires en septembre 2008.

#### Encadré 8 : L'impact des subprimes sur Cleveland

« Puisque que le procès "Cleveland contre Wall Street" ne peut avoir lieu, Jean-Stéphane Bron décide de l'organiser lui-même. Avec de vrais avocats de l'accusation et de la défense, de vrais témoins, victimes de surendettement ou au contraire profiteurs du système, et un vrai jury.



Passent ainsi à la barre un policier ancien membre des brigades d'expulsion, un ex-courtier qui, payé à la commission, a vendu des *subprimes* par centaines, un ancien conseiller de Reagan à la Maison-Blanche, un travailleur du bâtiment surendetté après l'achat de sa maison pour 26 000 dollars, un conseiller municipal de Slavic Village. Et même l'auteur du logiciel démoniaque qui a permis la transformation d'hypothèques en produits financiers. À la barre, il se définit lui-même comme l'inventeur de la *bombe qui a fait exploser Wall Street*.

Didactique, passionnant de bout en bout, le documentaire est loin d'être univoque. Car les avocats de Wall Street ne sont pas sans arguments. Et ceux-ci ne laisseront pas insensibles les jurés, très représentatifs de l'Amérique profonde : un ancien champion de boxe noir, un militaire de carrière dont le fils combat en Irak, une retraitée membre du Parti républicain, un immigré marocain dépouillé de sa maison qui rêve de partir pour la Californie, une mère célibataire payée 8 dollars de l'heure, un immigré polonais pour qui l'Amérique est un "*païs de liberté où tout est possible*"...

Source du texte : Thierry Gandillot, « Accusé Wall Street, levez-vous ! », *Les Échos*, 18/08/10. Le film « Cleveland contre Wall Street » est un documentaire franco-suisse paru en août 2010.

Source de la photo : [Sagaproduction.ch/cleveland/](http://Sagaproduction.ch/cleveland/)

#### Encadré 9 : La chute d'une PME

« C'est l'histoire vécue de la lutte pour la survie de Solic, une entreprise de recrutement de cadres de 90 collaborateurs. Son très jeune président, Nicolas Doucerain, en a fait une réussite en quelques années.



Le **15 septembre 2008** un associé l'informe dans l'après-midi que **Lehman Brothers** a été mis en faillite. À 18 heures, la direction des ressources humaines d'une importante banque d'affaires le prévient qu'un comité de direction exceptionnel vient de décider de geler tous les recrutements. Dès le lendemain, les dédits se multiplient. En deux mois, 115 missions de recrutement sur 210 sont annulées.

**Un an après les deux tiers des emplois de Solic auront disparu.** »

Source : Michel Drancourt, « L'entreprise qui ne voulait pas mourir », *Les Échos*, 13 janvier 2011. Commentaire du livre *Ma petite entreprise a connu la crise* de Nicolas Doucerain, édition François Bourin.



En même temps, l'activité baisse partout (cf. encadré 6, *ndlr*) Les rentrées fiscales chutent. Les déficits publics se creusent. Tous les agents économiques, États, ménages, entrepreneurs, deviennent de plus en plus inquiets. Les ménages arrêtent d'acheter des voitures ou des logements, les entrepreneurs d'investir ou de stocker. La violence de la réaction est d'autant plus forte qu'elle est synchrone et globale, assistée – si l'on peut dire – par la vitesse des connexions informatiques. La crise atteint ainsi son maximum au premier trimestre de l'année 2009.

### ...le tout étant construit sur une crevasse

Il ne suffit pas de jeter aux gémonies le système américain d'incitation à faire du crédit très risqué par des primes, ou encore de souligner les risques de l'*affirmative action*, de la titrisation, des agences de *rating*, des assurances *monolines*, pour en arriver aux opérateurs financiers internationaux qui structurent et vendent ces produits, en allant jusqu'aux bonus pousse au crime, sans oublier les vérificateurs qui ne vérifient pas ou ne se parlent pas, en supposant qu'ils disposent des bons experts et des bons outils. Ces critiques des mécanismes en jeu passent à côté de l'essentiel.

### Des leçons ?

La première, éternelle, est que la seule façon de trop faire monter le prix des actifs est de stimuler par trop leur financement au moyen du crédit. La deuxième, qui remonte à la même époque, est que la complexité n'est pas un obstacle à l'achat d'un produit, moins encore la plausibilité de la promesse qu'il comporte toujours : plus de rendement avec moins de risque. L'appât du gain rend aveugle et sourd, autrement dit celui qui est séduit veut toujours l'être. La troisième, qui remonte à la même très vieille époque elle aussi, est que les protections et les vérifications ne tiennent qu'un temps, comme les digues. Si la liquidité s'accumule trop d'un côté, elles finissent par céder. Ce monde doit être plus et mieux surveillé, avec l'engagement que les règles soient stabilisantes pour tous, et des opérateurs financiers dûment

**Encadré 10 :**  
**Le piège du capitalisme nostalgique !**

« La nostalgie du passé se fait jour, dans lequel la finance était simple, efficace, au service des autres secteurs plutôt qu'un facteur de risque pour ceux-ci. Mais ce discours nostalgique est trompeur, injuste et dangereux.

Trompeur, car il pare le passé d'attributs fictifs. Dans l'expansion industrielle des années 1850-1929, la finance était aussi arrogante et internationalisée qu'aujourd'hui, ainsi qu'elle apparaît dans *L'Argent* de Zola (1891), décrivant le succès puis la chute d'une banque parisienne engagée dans le financement d'infrastructures au Proche-Orient. (...) Injuste, car l'appel au capitalisme nostalgique méconnaît la contribution récente du système financier à la croissance. La titrisation et plus généralement l'innovation financière ont mauvaise presse, et certaines dérives ne font aucun doute. Mais ces techniques ont dans l'ensemble permis d'améliorer substantiellement l'efficacité de l'allocation des capitaux et de la gestion des risques. Elles représentent l'une des causes de l'expansion mondiale exceptionnelle des quinze dernières années. Dangereux enfin, car la tentation du retour à un antan idéalisé risque d'avoir l'effet inverse de celui recherché. Certaines pistes évoquées dans le débat public pourraient se révéler pires que le mal, et retarder les réactions correctrices du marché. (...)

Il est probable que nous vivons une sérieuse crise de croissance et d'assimilation des innovations financières frénétiques des deux dernières décennies, plutôt qu'une remise en cause radicale de celles-ci. Les nécessités du moment sont une meilleure compréhension collective des risques ; des *normes de transparence financière* plus exigeantes pour les banques et surtout *un contrôle plus exigeant* de leur mise en oeuvre ; et une *redéfinition des responsabilités* respectives entre différents niveaux d'intervention publique, en prenant acte des leçons des derniers mois. Les risques à gérer aujourd'hui sont ceux à venir, et ils ne seront pas dissipés avec des réponses du passé. »

Source : Nicolas Veron, « *Le piège du capitalisme nostalgique* », *La Tribune*, 3 mars 2008.

suivis par des régulateurs compétents qui communiquent entre eux.

*La crise des subprimes est la résultante d'une série de choix politiques et financiers, opérés au plus haut niveau, sans que les conséquences de long terme n'en aient été anticipées. Les institutions, munies de leur feuille de route, se sont mises en mouvement, conformément aux orientations qui leur avaient été données, où aux incitations qui se dégageaient de leur environnement. Les courtiers montaient des dossiers, les emprunteurs empruntaient, les banques prêtaient, les agences notaient et ainsi de suite. Les individus remplissaient les objectifs assignés par leurs institutions et, même s'il y eut quelques cassandres, aucun n'avait intérêt (sauf une poignée d'investisseurs qui ont parié à contre-courant, cf. article 9) à se désolidariser du consensus. À l'issue de la crise, il faut, bien sûr, éviter le piège du capitalisme nostalgique (cf. encadré 7) et se tourner vers l'avenir afin de réformer ce qui doit l'être, en particulier l'industrie de la notation financière. Celle-ci est présentée dans l'article suivant (article 5). (Cahiers de l'évaluation).*

### ⑤ Les agences de notation depuis 1841



*Destinées à remédier au déficit d'information des investisseurs, les notations se sont trouvées au cœur d'interactions stratégiques entre investisseurs, émetteurs et régulateurs, sans que les effets systémiques de ces interactions n'aient été bien mesurés. Il s'agit ici de comprendre le métier exercé par les agences de notation, d'appréhender son évolution depuis la création de la première agence en 1841, afin de s'adapter à un environnement changeant. Cet article met en lumière le rôle majeur de la réglementation américaine dans ces transformations, il montre aussi qu'à l'aube du XX<sup>e</sup> siècle l'activité des agences n'a cessé de s'étendre à des champs nouveaux et de se complexifier. Il pose enfin la question de l'encadrement de l'industrie de la notation par les pouvoirs publics.*

*Cahiers de l'évaluation*

**Auteur de l'article : Patrick Csikos**

« Émergence d'une nouvelle gouvernance internationale privée/publique :  
les cas des agences de notation financière et des normes comptables »

*Travaux de Science Politique n° 19*, Institut d'études politiques et internationales, université de Lausanne, 2005

*Le texte n'est pas repris dans son intégralité. Les titres, les encadrés et les figures ont été ajoutés par la rédaction ainsi que les renvois à ces figures et encadrés.*

**Patrick Csikos** est collaborateur scientifique à l'Institut universitaire Kurt Bösch (IUKB) et doctorant à l'Institut de hautes études en administration publique (IDHEAP), université de Lausanne.

#### Des sociétés de vente d'informations financières

Les origines des agences de notation remontent à la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle et suivent le développement des marchés financiers aux États-Unis. Alors que les prémices du développement de leurs activités se confondent avec celles des sociétés d'analyse de crédit, ce n'est qu'au début du XX<sup>e</sup> siècle que les méthodologies spécifiques à leur activité se mettent en place. Pour Philippe Raimbourg, « c'est la **crise financière de 1837** qui fut à l'origine du développement des sociétés de vente d'informations financières ». Cette crise constituait, en effet, la preuve d'un dysfonctionnement du système financier dans son ensemble et elle faisait apparaître comme nécessaire l'émergence d'un nouveau métier visant à mieux **protéger les investisseurs**.

Fondée en 1841, la première entreprise à développer ce type d'activité fut The Mercantile Agency à New York. Cette société faisait partie d'un groupe industriel spécialisé dans le textile, qui désirait utiliser son important fichier de clients pour développer un service de vente d'information financière sur ces derniers. Cette structure avait pour objectif de renseigner les entreprises sur la solvabilité de leurs débiteurs et sur leur faculté à rembourser les créances qu'elles étaient éventuellement disposées à leur accorder. En 1859, Robert Graham Dun acquies cette société, qui devint ainsi indépendante et changea sa raison sociale en R.G. Dun & Co. Ce type de service eut rapidement un succès important de sorte que d'autres entreprises se lancèrent à leur tour dans ce créneau. L'une d'elles, fondée en 1849 par J.M. Bradstreet, la Bradstreet's Improved Commercial Agency, fut la première à éditer un manuel de notation : *The Bradstreet Rating Book*.

## Le rating des railway companies

Le développement des premières agences spécialisées dans la notation des créances obligataires se confond avec les grandes levées de capitaux nécessaires aux jeunes compagnies de chemins de fer. Ces agences commencèrent à éditer des manuels de statistiques qui « avaient pour objectif de fournir au lecteur les moyens d'évaluer tout investissement financier, en actions et en obligations, dans les compagnies de chemins de fer. Il s'agissait d'une compilation d'informations statistiques décrivant l'activité de la compagnie concernée, mais qui n'étaient par synthétisées sous la forme d'un *rating* ». C'est seulement en 1909 que la notion de *rating* intervint pour la première fois avec la publication des *Analyses of Railroad Investments* par John Moody, qui fonda la société éponyme en 1900. Dans la foulée, un certain nombre d'autres entreprises furent créées :

- dès 1916, l'entreprise Poor's Publishing Company débuta un service de notation des actions et des obligations ;
- en 1922, l'entreprise Standard Statistics Company se lança à son tour dans la notation à travers la création d'un département spécialisé ;
- en 1924, l'entreprise Fitch Publishing Company, jusqu'alors spécialisée dans l'édition d'informations financières, édita ses premières notations.



Dès leur arrivée, ces outils furent rapidement utilisés par les différents acteurs des marchés financiers, en tant que support dans l'évaluation de leurs portefeuilles ou comme compléments à leurs analyses personnelles.

Pour Philippe Raimbourg <sup>1</sup>, ce succès n'est pas une surprise. D'une part, les différents acteurs financiers avaient déjà eu l'occasion d'utiliser des manuels d'appréciation de la qualité des créances, publiés en particulier par R.G. Dun et J.M. Bradstreet. Ils purent ainsi juger de la qualité et percevoir les défauts de ce type d'outil. D'autre part, et c'est peut-être l'une des raisons capitales du succès de ces *ratings*, la taille du marché américain rendait à la fois difficile la collecte d'informations (les moyens de communication n'étaient évidemment pas aussi performants qu'actuellement) et la compréhension des tendances du marché au vu de la multitude des sociétés disséminées sur l'ensemble du territoire. Les agences de *rating* permettaient ainsi de centraliser l'information et renseigner les investisseurs avec une exhaustivité qu'aucune autre institution n'aurait été à même de leur fournir. À cela s'ajoutait le fait que la plupart des entreprises fournissaient des informations peu complètes et hétérogènes sur leur véritable santé financière, de sorte que les investisseurs étaient friands de rapports permettant à la fois de comparer sur une base similaire différentes entreprises, et dont les informations et perspectives d'avenir étaient régulièrement remises à jour. Nous pouvons donc constater que les agences de notation financière ont rapidement répondu aux besoins de **standardisation des informations** sollicitées par les investisseurs et ont, en quelque sorte, (...) pallié la faiblesse et l'hétérogénéité des normes comptables de l'époque.

**Le rating** désigne, dans le monde anglo-saxon, la notation financière ou notation de la dette qui est l'appréciation, par une agence de notation financière, du risque de défaut d'une entité – que ce soit une entreprise, un État (« notation souveraine ») ou une autre organisation – ou d'une opération (emprunt obligataire, titrisation...). Pour plus de détail sur la notation, sur les agences, sur la tarification, se reporter aux encadrés 1, 2, 3 et 4.

## La réglementation s'empare des notations

Au-delà des raisons que nous venons d'évoquer, une des causes les plus importantes du développement des agences de *rating* est à chercher dans l'émergence de réglementations étatiques au début des années 1930. Au sortir de la **crise de 1929**, le système financier en est au stade de l'analyse de ses carences. Dès 1936, l'une des solutions adoptée aux États-Unis fut l'obligation pour les banques nationales de distinguer dans leurs comptes les obligations ayant un statut d'*investment grade* (obligations relativement sûres) et celles qualifiées de *speculative grade* (obligation dont le remboursement est des plus incertain ou *junk bonds* (ou encore *high yield bonds* – obligations à haut rendement – selon les vendeurs, *ndlr*)). Cette décision qui peut *a priori* paraître anodine a considérablement accru le rôle des agences de notation financière. Ainsi, pour les établissements bancaires, toute obligation ayant une note supérieure ou égale à « Baa » d'après l'échelle de Moody's ou « BBB » d'après l'échelle des autres agences, pouvait être comptabilisée sans provisions, alors que toutes les obligations notées aux échelons inférieurs nécessitaient un provisionnement partiel.

1 Philippe Raimbourg, *Les Agences de rating*, Economica, Paris, 1990.

### Encadré 1 : La notation financière (i.e. le rating)

« Les notes publiées par les agences de *rating* consistent à évaluer la **solvabilité des émetteurs** et plus précisément leur capacité à honorer le paiement des intérêts et/ou du principal de leurs dettes. La notation, faisant référence à la qualité de la signature, voit son activité s'étendre à :

- différents types d'émetteurs : en plus des **entreprises**, sont également notés des établissements de crédit, des compagnies d'assurance, des sociétés financières, des collectivités locales, des établissements publics, des **États souverains** et des organismes internationaux ;
- **différents types de dettes financières** : obligations de 1<sup>er</sup> rang ou subordonnées, billets de trésorerie, prêts bancaires, certificats de dépôts ainsi que certains actifs hybrides.

Chaque agence de notation a développé son propre système de notation avec deux échelles :

- une **échelle de notation à long terme**, qui classe l'endettement dont la durée initiale est supérieure à un an, s'étage de triple A pour la meilleure notation à D, avec des échelons intermédiaires. Cette classification est affinée en ajoutant aux notes des signes (+, -) pour certains ou un chiffre (1, 2, 3) pour d'autres, pour obtenir une échelle de classement d'environ vingt paliers. Cette disposition, sans changer les règles initiales, permet d'affiner l'appréciation des zones médianes où se situent la plupart des entreprises qui peuvent accéder au marché ;
- une **échelle de notation à court terme** classe l'endettement à moins d'un an. Plus resserrée, elle comporte 4 ou 7 paliers (*notches*) selon les agences dont certains sont assortis d'un signe (+) pour marquer une nuance de qualité supérieure.

Chaque échelle de notation est scindée en deux :

- la catégorie **investment grade** dans laquelle sont classés les titres propices à l'investissement, qui font courir un risque de crédit acceptable ;
- la catégorie **speculative grade** réservée aux valeurs qui présentent un risque de défaut significatif. »

Figure 1 – Les échelles de notes principales agences

	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Interprétation financière
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	
Investissement	A1+	AAA	F1+	AAA	P1	Aaa	Meilleure qualité de signature possible. Capacité de remboursement extrêmement élevée non susceptible d'être affectée par les événements extérieurs.
		AA+		AA+		Aa1	Excellente qualité de signature.
		AA		AA		Aa2	Capacité de remboursement très élevée, non significativement vulnérable.
	A1	A+	F1	A+	P1	A1	Très bonne qualité de signature. Capacité de remboursement élevée, mais éventuellement vulnérable aux changements de conjoncture économique.
		A		A		A2	
	A2	A-	F2	A-	P2	A3	
		BBB+		BBB+		Baa1	Bonne qualité de signature. Capacité de remboursement satisfaisante mais pouvant être affectée par des changements de conjoncture défavorable.
	A3	BBB	F3	BBB	P3	Baa2	
		BBB-		BBB-		Baa3	
	Spéculatif	B	BB+	B	BB+	Not prime	Ba1
BB			BB		Ba2		
BB-			BB-		Ba3		
B+			B+		B1		Hautement spéculatif. Risque de crédit significatif, mais avec une marge de sécurité rémanente. Engagements financiers encore tenus. Possibilité de redressement.
B			B		B2		
C		CCC	C	CCC	Not prime	B3	
		CC		CC		Caa	Risque de défaut élevé. Capacité de remboursement conditionnelle à des restructurations. CC indique un défaut probable. C indique un défaut de paiement imminent.
		C		C		Ca	
D		D	D	D	D	D	Défaut

Figure 2 – Quelques exemples de notation (endettement à long terme) en juin 2008

La Poste, l'Allemagne, Pfizer, l'Espagne, GE, Rabobank, la France
Total, EDF, la ville de Milan, BASF, BNP Paribas, Sanofi-Aventis, l'Italie
Carrefour, France Télécom, Daimler, University of Lancaster, le Botswana, la Pologne, la ville de Lille
Pernod Ricard, Lafarge, Vivendi, Sodexo, l'île de la Réunion, le Maroc
Rémy Cointreau, Piaggio, Eutelsat, l'Égypte, Alcatel Lucent, Rhodia, Attijariwafa Bank, Tereos
Le Cambodge, la Bolivie, Toys 'R' Us, US Airways, M-Real
Cuba, le Nicaragua
Quebecor

Source : le texte ci-dessus et la figure 1 sont extraits de l'étude de Faiza Bouguerra, « Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de *rating* », *Revue française de gestion*, 2008/2, n° 182, p. 63-80 ; la figure 2 est réalisée par la rédaction à partir d'un tableau provenant de l'ouvrage *Finance d'entreprise*, Vernimmen, édition 2009, qui est cité par [Pascale Revault](http://www.creg.ac-versailles.fr), « Les agences de notation financière - le B.A.-BA du AAA », <http://www.creg.ac-versailles.fr>, 9 décembre 2009



## Encadré 2 : Les agences de notation

Trois agences (**Moody's** Investors Service née en 1909, **Standard & Poor's** créée en 1941 et l'agence **Fitch**, contrôlée par le groupe financier français Fimalac qui est apparue seulement au début des années 2000) concentrent à elles seules plus de **90 % du marché** alors que 64 agences étaient répertoriées dans le monde en avril 2008. La forte concentration résulte de barrières importantes à l'entrée. Tout d'abord, et ce depuis 1975, les agences américaines doivent obtenir un agrément délivré par la SEC, appelé statut NSRO. D'autre part, afin d'être crédibles, ces agences doivent acquérir une bonne réputation, ce qui ne peut se faire qu'avec une forte expérience. Enfin, les investisseurs préfèrent ne pas multiplier les intervenants et ont tendance à rester fidèles à leur agence de notation.

Aujourd'hui, toutes les agences de notation sont des organismes privés et indépendants, ce qui n'est pas sans poser problème. Les agences de notation étaient à l'origine payées par les journalistes financiers mais elles facturent maintenant directement la notation aux émetteurs, le montant des honoraires s'étalant de 50 000 € à 150 000 € pour un service s'échelonnant sur quelques semaines à plusieurs mois. (cf. encadré 3, *ndlr*).

En France, seules les trois grandes agences sont implantées, depuis la fermeture des bureaux de la DBRS en avril 2008, mais la concurrence s'ouvre un peu. L'assureur-crédit Coface, qui notait jusqu'ici les dettes commerciales échéant à 6 mois maximum, vient de demander son agrément selon la nouvelle procédure mise en place en Union. Un organisme se démarque cependant de toutes ces agences, il s'agit de la Banque de France qui évalue la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes à trois ans mais son offre de service est limitée puisque seules les entreprises notées et les banques ont accès à cette notation.

Pour compléter l'information, et bien que cela ne relève pas de cette étude, il est utile d'évoquer l'existence d'agences de notation extra financières. Créée en 2002, la plus emblématique des agences françaises, VIGEO, est maintenant devenue leader européen dans ce domaine. Ce type de notation tient compte de la responsabilité sociétale de l'entreprise et introduit des valeurs morales et éthiques, ce qui permet d'apporter un autre éclairage face à la toute puissance des marchés financiers (cf. articles en fin de numéro, *ndlr*).

Source : Pascale Revault, « Les agences de notation financière - le B.A.-BA du AAA », <http://www.creg.ac-versailles.fr>, 9 décembre 2009

## Encadré 3 : Comprendre la notation à partir de l'exemple de Northern Rock (août-septembre 2007)

### ► Que fait une agence de notation ?

Elle mesure la fiabilité financière des sociétés, des institutions et des produits financiers en les notant

### ► Les principales agences

#### Moody's

(New York)  
CA : **1,7 milliard \$**  
3 000 employés

#### Standard & Poor's

(New York)  
Résultats non distingués de sa maison mère McGraw-Hill :  
CA : **2,4 milliards \$**  
8 500 employés

#### Fitch Group

(Paris)  
CA : **771,5 millions \$**  
2 400 employés

#### DBRS

(Toronto)  
CA : société non tenue de publier ses comptes  
179 employés

### ► Comprendre les échelles de notation

(EXEMPLE DE DETTE À LONG TERME)

→ Aptitude à payer les intérêts et à rembourser le capital de la dette...

Une entreprise bien notée emprunte à moindre coût sur les marchés de capitaux

Une note moyenne ou mauvaise dissuade les investisseurs

#### AGENCES

Moody's      Standard & Poor's  
Fitch\*, DBRS\*\*

	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
extrêmement bonne	<b>Aa1</b> <b>Aa2</b> <b>Aa3</b>	<b>AA+</b> <b>AA</b> <b>AA-</b>
très bonne	<b>A1</b> <b>A2</b> <b>A3</b>	<b>A+</b> <b>A</b> <b>A-</b>
bonne	<b>Baa1</b> <b>Baa2</b> <b>Baa3</b>	<b>BBB+</b> <b>BBB</b> <b>BBB-</b>
moyenne	<b>Ba1</b> <b>Ba2</b> <b>Ba3</b>	<b>BB+</b> <b>BB</b> <b>BB-</b>
incertaine	<b>B1</b> <b>B2</b> <b>B3</b>	<b>B+</b> <b>B</b> <b>B-</b>
moyenne	<b>Caa1</b> <b>Caa2</b> <b>Caa3</b>	<b>CCC+</b> <b>CCC</b> <b>CCC-</b>
douteuse	<b>Ca</b>	<b>CC</b>
extrêmement douteuse	<b>C</b>	<b>C</b>
défaut de paiement (faillite)		<b>SD</b> <b>D</b>

\* Chez Fitch, SD est remplacé par RD. \*\* Chez DBRS, + et - sont remplacés par high et low.

### ► La crise actuelle

16 août 2007

Les agences de notation descendent la note de **Countrywide Financial**, numéro un du crédit immobilier aux États-Unis affaibli par la crise des prêts à hauts risques. Moody's l'abaisse de A3 à Baa3, et Standard & Poor's de A à A-.

14 septembre 2007

Standard & Poor's abaisse la note de **Northern Rock**, 8<sup>e</sup> banque britannique, en difficulté à cause de la crise américaine, de "A+" à "A-".

17 septembre 2007

Moody's met sous surveillance la **Northern Rock** (Aa3), dont les clients retirent massivement leurs avoirs.

20 septembre 2007

Standard & Poor's passe la note de **Northern Rock** de A à A-

→ Aujourd'hui, **Country Financial** et **Northern Rock** ont du mal à se financer, et les investisseurs se détournent d'elles

### ► Le processus de notation et ses failles

1 DEMANDE DE NOTATION	2 SCHEMA D'ANALYSE	3 COMITÉ	4 PUBLICATION DE LA NOTE	5 SUIVI DE LA NOTE
L'entreprise demande une note à l'agence, contre rétribution.	L'agence collecte les données nécessaires à l'étude, publiques (rapports annuels, etc.) ou confidentielles (rapports de gestion, prévisions, stratégies).	A partir du rapport de ses analystes, le comité de notation de l'agence établit une note. L'entreprise peut faire appel, en fournissant de nouvelles informations.	L'agence ne publie sa note et ses commentaires qu'avec l'accord de l'entreprise.	Tant que subsistent des encours de dettes notées sur le marché, l'agence doit assurer le suivi. L'entreprise s'engage à communiquer à l'agence les informations nécessaires à sa mise à jour.
Paradoxe : les agences sont rémunérées par les entreprises qu'elles notent	L'entreprise peut cacher ou taire des éléments d'information importants.	L'interventionnisme de l'entreprise peut nuire à l'objectivité de la note.	L'entreprise peut ne pas donner à l'agence les informations confidentielles nécessaires au suivi.	Compte tenu du grand nombre de notes à suivre, les agences peuvent tarder à réagir.

Source : infographie du *Monde*, 5 octobre 2007



Cette nouvelle réglementation a eu deux conséquences qui sont susceptibles d'expliquer la situation actuelle des agences de notation financière : elle a premièrement eu « tendance à institutionnaliser le rôle des agences de *rating* et à assurer leur développement. En demandant aux banques nationales à en référer aux agences de notation pour arrêter leur politique d'investissement, ces banques devenaient de ce fait un « **marché captif** ».

Ainsi, l'État a en quelque sorte sous-traité à des acteurs privés le contrôle de l'orthodoxie des investissements bancaires. Pour les agences de notation, cela signifiait à la fois des contrats assurés pour la vente de leurs informations mais aussi une source de revenus provenant des émetteurs obligataires qui étaient, *de facto*, obligés de faire noter leurs titres pour pouvoir intéresser les investisseurs bancaires. Par extension, cette nouvelle réglementation a même eu une conséquence pour l'ensemble des investisseurs, dans la mesure où ces derniers étaient forcés de se référer aux jugements des agences de notation, au risque de se retrouver avec des titres de type *speculative grade* délaissés par les établissements bancaires et dont le potentiel boursier devenait plus limité, voire même perdait toute attractivité.

En somme, depuis les années 1930 et au vu de ce que nous avons présenté ci-dessus, un « **terreau** » **législatif** fertile a permis d'assurer une assise confortable aux agences de notation, qui ont acquis de ce fait une forme de légitimité en assurant – pour le compte de l'État – des tâches de contrôle en amont des investissements des banques nationales américaines. Parallèlement, c'est leur mode même d'évaluation qui a été consolidé dans la mesure où le marché a, dès cet instant, eu tendance à considérer les titres selon une vision dichotomique ; les titres répondant aux critères des *investment grade* versus ceux considérés par les agences comme faisant partie des *speculative grade*.

### Concentration des agences

À la veille de la Seconde Guerre mondiale, et au vu des besoins croissants de notation résultant des nouvelles dispositions légales dont nous avons précédemment parlé, une première vague de fusions s'opère entre les principales agences actives au niveau national, alors que dans le même temps, une nouvelle agence débute ses activités de notation. Ainsi, dès 1932, Duff & Phelps est fondée à Chicago. L'arrivée de ce nouvel acteur est suivie par la fusion des sociétés de R.G. Dun et J.M. Bradstreet, qui forment la Dun & Bradstreet Inc. Cette tendance aux rapprochements s'accroît avec celui de Standard Statistics Company et Poor's Publishing Company qui forment ainsi la nouvelle Standard & Poor's (S & P) dès 1941.

Au début des années 1940, on peut déjà observer l'émergence d'un **duopole** formé par les agences Moody's et S & P. La première profitant du fait qu'elle était l'initiatrice du concept même de *rating* et de ce fait pouvait faire état d'une expertise et d'un savoir-faire important.

#### Encadré 4 : Le prix du *rating*

« Il est important de rappeler que le mode de rémunération des agences a profondément évolué depuis les origines. Ce sont les investisseurs qui ont rémunéré les agences *via* l'achat des manuels et bulletins contenant les analyses et les notes des entreprises et des États, durant près de soixante ans. Mais, à partir du début des années 1970, l'usage extensif des photocopies menace l'activité des agences de notation. Au même moment, la crise qui touche les États-Unis incite de nombreuses entreprises à obtenir un *rating* afin de rassurer les investisseurs sur leur solvabilité. Ces deux facteurs ont contribué à modifier radicalement le *business model* des agences de notation, puisque ce sont les émetteurs obligataires qui, depuis trente-cinq ans, rémunèrent les agences afin d'obtenir une note en contrepartie. »

Source : Norbert Gaillard, « Les agences de notation au cœur du système financier... et des critiques », Dossier « Mondialisation et crises financières », *Questions internationales*, n° 34, novembre-décembre 2008

« Les agences de notation pratiquent toutes des tarifs très proches, à quelques *minima* ou plafonds près. Le processus commence par la **notation intrinsèque** de la société. Il lui en coûte, selon sa taille, un forfait de 50 000 à 150 000 euros. Ensuite, chacune de ses **émissions** est notée. Un pourcentage qui avoisine 0,0425 %, selon nos informations, est appliqué au montant de l'opération, chaque année, jusqu'à l'extinction de la dette. Par exemple, si l'émetteur place pour 500 millions d'euros en obligations, il s'acquittera de 212 500 euros par an. Enfin, l'agence de notation fait payer la **surveillance**. Si la société procède à une opération telle qu'une augmentation de capital, une OPA ou une fusion, cela n'est pas neutre sur sa structure financière. Les analystes de l'agence cherchent alors à en comprendre les implications sur son bilan. La note de l'émetteur peut changer et, par capillarité, celle de ses émissions. 50 000 euros s'ajoutent alors à la facture. Pour une émission de 500 millions d'euros, la première année, ce sont au bout du compte 312 500 euros au minimum qui sortent de la poche de l'entreprise. Mais ce n'est que pour une émission. Et ce n'est que pour une agence.

En règle générale, les investisseurs exigent une notation par **deux agences différentes**, surtout dès que le montant de l'émission excède 2 milliards d'euros. Et les émetteurs s'exécutent. Pour les entreprises, peu d'hésitation, surtout qu'il en va du placement de leur dette et de son coût, du taux que vont afficher leurs obligations. Un AAA ou Aaa français peut espérer un taux proche de celui de l'emprunt d'État français de même durée. Il peut ressortir ainsi avec un *spread*, autrement dit un écart, allant de 0,1 % à 0,2 % au-dessus du taux de cette référence du marché. Pour une maturité de dix ans, celle-ci se traitait à 4,77 % le 12 juin. En revanche, le titre d'un émetteur en difficulté devra attirer le chaland avec une rémunération généreuse, supérieure de 4 % à 6 % à celle de l'emprunt d'État. L'entreprise augmente ainsi ses chances de placer son papier. À elle d'assurer ensuite le paiement des intérêts annuels et le remboursement du capital *in fine*.

Certains groupes ne lésinent pas. David Newhouse, directeur des relations investisseurs d'EDF, l'explique : « Chaque agence de notation a développé sa propre méthodologie. Dès lors, **être noté par les trois agences est un atout** puisque cela permet aux investisseurs crédit de mieux comprendre les caractéristiques du métier et de la situation financière d'EDF. » Benoît Hubaud, directeur de la recherche de SG CIB, souligne, pour sa part, que « une telle notation se justifie lorsque le groupe recourt régulièrement à la dette. Il amortit dès lors plus facilement les coûts. »

Source : Stéphane Le Page, « Notation financière payer pour être noté », *Les Échos*, 19 juin 2008

La seconde, quant à elle, issue de la fusion de deux acteurs majeurs, avait maintenant la taille nécessaire pour concurrencer Moody's. À leur côté, des agences plus modestes, à l'image de Duff & Phelps ou encore Fitch se partageaient des **marchés de niche** en mettant l'accent sur leurs compétences accrues dans des domaines spécifiques (dont la notation des risques pour les assurances dans le cas de Fitch).

### Nouvelles sphères d'activité

L'après-guerre est l'occasion pour les agences de notation de développer de nouveaux services adaptés à l'arrivée de produits financiers novateurs pour l'époque ou au développement de certaines formes de financement jusqu'alors confinées au sein de marchés spécifiques.

C'est en 1970 qu'un événement, qui peut *a priori* paraître anodin, va faire entrer les agences de notation sur le marché des créances à court terme, zone d'investissement qu'elles ne couvraient pas, dans la mesure où aucun événement d'importance, susceptible d'ébranler la confiance des investisseurs, n'avait été observé jusque-là. La **faillite, en juin 1970**, de la société **Penn Central Transportation Company**, première entreprise de transport américaine, laisse derrière elle près de 80 millions de créances à court terme impayées. D'un marché jusqu'alors sûr (Raimbourg indique que le risque associé à ce type de créances était considéré comme équivalent à celui des bons du Trésor, autant dire extrêmement faible) basé principalement sur la réputation et la taille des entreprises, les créances à court terme deviennent des instruments financiers nécessitant un contrôle plus important au yeux de certains investisseurs : « le marché éprouva alors vivement le besoin d'une appréciation fiable de la qualité des **créances de court terme**, et les principaux souscripteurs mirent en place des procédures internes de choix de portefeuille reposant principalement sur ces appréciations ». Chaque acteur évaluait ainsi lui-même les risques inhérents à ses investissements, ce qui permettait une pluralité d'analyses concernant ce type de créances.

À l'image de ce qui avait été mis en place durant les années 1930, une instance étatique élabore, dès le début des années 1970, des instruments législatifs visant à unifier les évaluations des créances à court terme. Ainsi, la Securities and Exchange Commission (SEC), autorité de surveillance des opérations sur titres aux États-Unis, édicte des règles concernant la publicité pour les émetteurs de titres cotés sur les marchés financiers, après une enquête sur cette faillite. S & P, Moody's et Fitch se placent ainsi en première ligne pour assurer la notation de ces instruments financiers grâce à la mise en place de ce **cadre réglementaire qui favorise le rating**. À nouveau, il s'agit d'un marché captif considérable qui s'ouvre aux agences de notation. À cela s'ajoute le fait que les capacités d'évaluation propres à chaque investisseur (banques, direction de fonds, etc.) deviennent ainsi superflues, dans la mesure où ces agences fournissent un produit standardisé à l'ensemble des acteurs, et ceci à un coût sensiblement inférieur par rapport à la nécessité de financer une équipe chargée de l'évaluation des risques au sein de chaque établissement.

Cette situation nous fait percevoir **trois conséquences** :

**la première** concerne la monopolisation des compétences en matière d'évaluation des émetteurs ; les investisseurs, en **abandonnant l'évaluation en interne** favorisent la concentration, entre les mains de quelques agences, des facultés d'expertise propres à un pan entier de la sphère financière. **La seconde** est ce que Timothy J. Sinclair appelle « *disintermediating capital markets* » pour désigner cette nouvelle approche où les émetteurs et les créanciers ne se côtoient plus directement et où le **rating se substitue à la relation directe**. **La troisième** se manifeste plutôt du côté des émetteurs d'emprunts ; ceux-ci avaient auparavant plusieurs interlocuteurs chargés de l'évaluation de leurs créances, ce qui, de ce fait, favorisait la pluralité des évaluations. Un émetteur refusé par l'un pouvait se tourner vers d'autres investisseurs ayant des critères d'évaluation du risque différents. En regroupant le processus de notation au sein d'un **nombre réduit d'acteurs**, cette pluralité d'approches disparaît presque totalement, dans la mesure où les investisseurs se baseront sur une évaluation commune et de ce fait, auront tendance à appliquer les mêmes critères pour l'acceptation ou le refus de certains investissements. Si l'on ajoute à cela l'obligation pour les banques d'assurer un contrôle, pour des raisons de sécurité, sur le **rating** de leurs investissements, on comprend facilement qu'une proportion importante d'émetteurs d'obligations mal notées se trouvera en marge du système.



## À partir des années 1970, les *ratings* explosent

L'arrivée des agences de notation dans ce nouveau marché leur a permis, dès la fin des années 1970, d'augmenter à nouveau considérablement leur volume d'activité, tout en renforçant le duopole S & P et Moody's. À titre d'illustration, le **nombre de notations** a presque **triplé entre 1979 et 1989**, marquant à la fois la forte demande pour les créances à court terme et pour la notation y afférente. Parallèlement à ce mouvement, s'est développé, dès les années 1980, une forme de nouveaux compartiments des créances obligataires appelés les *junk bonds* (toute obligation notée au-dessous de « BBB » chez S & P et « Baa » chez Moody's). Alors que ce statut était considéré auparavant comme pratiquement impropre à l'investissement, car trop risqué – il était la plupart du temps attribué aux obligations d'entreprises au bord de la faillite –, il devient, dans le contexte d'une économie américaine en pleine restructuration, une forme de financement à part entière pour des projets de reprises, fusions ou acquisitions entre entreprises. Ce marché à fort rendement accentue le rôle des agences de notation dans la définition du risque propre à chaque obligation – et par extension du rendement de celle-ci –, ceci d'autant plus qu'une augmentation du risque potentiel en matière d'investissement se répercute proportionnellement sur la demande d'informations.

Enfin, c'est aussi durant les années 1970-1980 que le marché de la **titrisation** se développe fortement. Ce type de montage financier consiste à « refinancer des créances d'origine bancaire sur le marché financier ; elles donnent lieu à l'émission de nouveaux titres de créances qui ont pour contrepartie les créances bancaires que l'on souhaite titrer ». Ce montage complexe permet en somme à un établissement financier de transférer le risque inhérent à une créance auprès de différents investisseurs. Le caractère opaque de ce type d'instrument a dès lors nécessité l'intervention des agences de notation, permettant ainsi, théoriquement, à l'investisseur de déterminer la qualité des créances mises sur le marché. Ainsi, cette nouvelle tâche a permis à nouveau aux agences de *rating* de développer fortement leur activité, sans pour autant poser quelques problèmes ; pour Philippe Raimbourg, « cette croissance est facilement observable dans les statistiques car les émetteurs ont la possibilité, en modifiant de façon appropriée la structure de leur émission, d'obtenir la note de leur choix ; bon nombre d'entre eux décident de construire un montage leur permettant d'obtenir AAA ou Aaa. Le développement des activités de titrisation a donc été l'origine d'une forte croissance de la note AAA dans les statistiques des *ratings* attribués ». Au vu de ce qui précède, on peut s'interroger sur la pertinence de ces notations dans la mesure où celles-ci répondent principalement aux intérêts des établissements financiers et à ceux des agences ; d'une part, les premiers profitent de l'image que procure une notation maximum auprès des investisseurs, les seconds facturent leurs services aux établissements bancaires en échange d'une notation attractive, qui leur permet de se désengager d'un certain nombre de créances.

Au vu de ce que nous avons développé précédemment, on constate qu'à l'orée des années 1990, les agences de notation ont investi les principaux marchés financiers, qu'ils soient obligataires, des créances à court terme ou encore de la titrisation. Profitant notamment des nombreuses nouvelles réglementations, elles ont pris une place prépondérante dans la définition et la gestion du risque au sein des établissements bancaires et plus généralement au sein de la communauté financière américaine.

*La notation financière s'est développée dans le droit fil des mécanismes de notation présentés dans le précédent numéro. « De même qu'un guide gastronomique indique les bonnes tables aux gourmets les plus exigeants, les agences de rating fournissent aux investisseurs des informations sur le risque de défaillance d'une émission, et ce à moindre coût si elles dégagent des économies d'échelle, exploitent leurs compétences spécifiques ou optimisent la collecte et le traitement de l'information » (Richard Leftwich<sup>2</sup>). Cet article met l'accent sur les deux moteurs de l'activité de notation financière, d'une part les pouvoirs publics qui, dans les années 1930 puis dans les années 1970, accroissent le rôle des notations dans la réglementation, d'autre part les innovations financières qui ont besoin de notes pour gagner la confiance des investisseurs. Plus l'activité de notation se complexifie, plus le background nécessaire, données, modèles, compétences, se renforce, assurant le caractère oligopolistique de cette activité et son évolution vers un label quasi unanime qui tend à se substituer à l'évaluation interne chez les investisseurs. Ajoutons l'absence de régulation et voici en place les germes de la défaillance des agences, co-productrices de la crise. (Cahiers de l'évaluation).*

---

2 Richard Leftwich, « Comment noter les agences de notation ? », *Les Échos* – L'art de la finance, 2001.

### ⑥ Pourquoi faut-il encadrer l'activité des agences ?



À l'automne 2008, suite à la crise des subprimes, les pays industrialisés entrent en récession, les premières banques européennes sont touchées (Fortis, Dexia...). L'Europe s'engage dans la gestion de crise. Les pays européens du G8, Royaume-Uni, Allemagne, Italie et France, se réunissent le 4 octobre, à l'instigation de la France alors en charge de la présidence du Conseil de l'Union européenne ; le même jour, le président de la Commission demande à Jacques de Larosière, ancien directeur du Fonds monétaire international, un rapport sur la sur-veillance financière en

Europe. L'heure est à la mobilisation de toutes les compétences, décideurs et experts sont invités à réfléchir ensemble à la régulation du système financier, ce que traduit l'article ci-après, extrait d'une étude de Jean Tirole présentée lors d'une conférence-débat organisée à Bercy peu de temps après<sup>1</sup>. Cet extrait présente le rôle des agences de notation dans la crise et esquisse des pistes pour éviter que les ratings ne soient, à nouveau, un facteur de risque systémique pour l'économie mondiale.

Cahiers de l'évaluation

Auteur de l'article : **Jean Tirole**

« Les leçons d'une crise », Notes TSE, n° 2, décembre 2008

Le texte n'est pas repris dans son intégralité. Les titres de l'article (en bleu) sont ajoutés par la rédaction (ils peuvent reprendre un titre de l'article). Les titres des encadrés sont également ajoutés par la rédaction. Certaines notes de bas de page ont été intégrées dans le corps du texte, d'autres ont été supprimées. Certaines parties du texte ont été reprises en encadré.

**Jean Tirole** est président de Toulouse School of Economics, membre du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre. Il a été professeur au MIT et a reçu de nombreuses distinctions économiques, notamment la médaille d'or du CNRS en 2007 et le Prix Claude Levi-Strauss, remis par Valérie Pécresse en 2010.

Jean Tirole est l'auteur de plus de 180 publications dans des revues scientifiques internationales et de plusieurs ouvrages, dont certains sont des références dans le monde entier. Le dernier paru est *Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis* coécrit avec Mathias Dewatripont et Jean-Charles Rochet, Princeton University Press, 2010. Pour plus de détail : <http://www.tse-fr.eu>

#### La crise : défaillance des marchés financiers mais aussi défaillance de la régulation

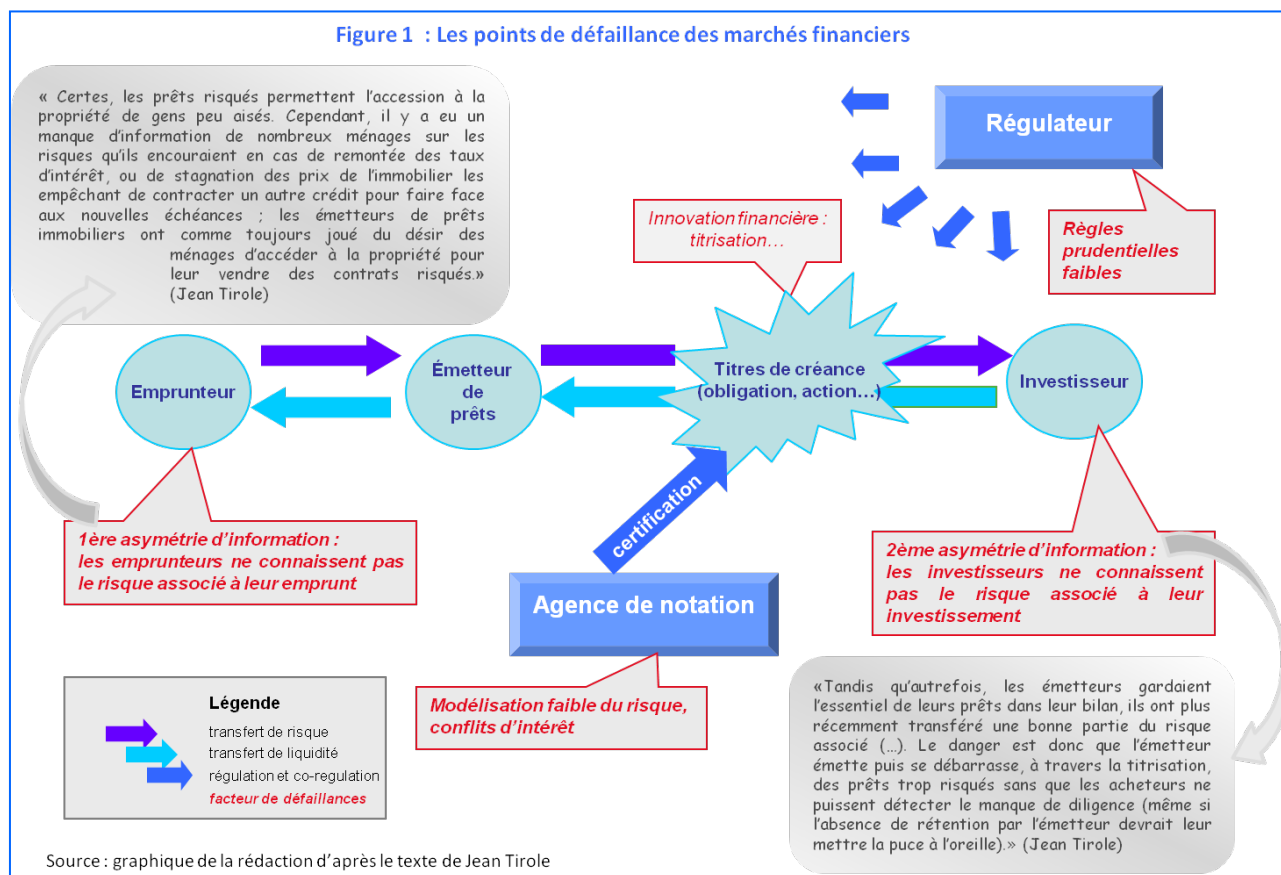
À n'en pas douter, la crise actuelle sera un cas d'école pour les cours de théorie de l'information et des incitations professés dans les facultés d'économie. Car, à chaque étape de la chaîne de transfert de risque, le fait que l'une des parties ait plus d'information que l'autre (ce que traduit le concept d'« asymétrie d'information ») aura perturbé le bon fonctionnement des marchés. Cependant, les défaillances de marché liées aux asymétries d'information » (cf. figure 1, *ndlr*) ont un caractère permanent (même si des innovations financières importantes les ont sans doute exacerbées) et donc la crise ne peut s'expliquer simplement par les défaillances de marché.

Deux autres facteurs ont joué un rôle crucial. Tout d'abord, un mélange de **réglementations inadaptées** et de laxisme dans leur mise en œuvre, surtout aux États-Unis mais également en Europe, a fourni aux acteurs les incitations pour prendre des risques importants *in fine* sur le dos de la collectivité et plus particulièrement sur celui du contribuable. Ensuite, les défaillances de marché et de la régulation n'auraient jamais eu un tel impact si un excédent de liquidités n'avait encouragé la prise de risque (...).

<sup>1</sup> Cette conférence-débat s'est tenue en décembre 2008, à l'instigation de la Direction générale du Trésor, de la Banque de France et de l'École d'économie de Toulouse (Toulouse School of Economics ou TSE). Deux études de TSE l'introduisaient : « Leçons d'une crise » de Jean Tirole et « Le futur de la réglementation bancaire » de Jean-Charles Rochet. L'école d'économie de Toulouse est partenaire des *Cahiers de l'évaluation* (cf. Billet de Nicolas Treich en fin de numéro). Sur le calendrier de gestion de crise, voir les encadrés 1 et 2 de l'entretien avec Jean-Pierre Jouyet.



Figure 1 : Les points de défaillance des marchés financiers



## La titrisation s'est développée à rebours des principes de base de gestion des risques

(...) [Sur les marchés financiers] il existe une tension fondamentale entre liquidification des actifs et incitations, avec deux corollaires : d'une part, l'émetteur ne doit pas se désengager totalement car il doit garder une partie du risque, comme le font d'ailleurs les compagnies d'assurance lorsqu'elles transfèrent une partie de leurs risques à des réassureurs ; d'autre part, la **titrisation** doit s'accompagner d'une « **certification** », rite de passage obligé de l'intermédiation au marché, que l'on retrouve dans beaucoup d'autres institutions (par exemple, les introductions en Bourse) et qui prend normalement la forme d'un examen scrupuleux par les acheteurs et les **agences de notation**.

Force est de constater que ces deux principes n'ont pas toujours été respectés dans la crise récente. D'une part, la titrisation a beaucoup augmenté à un moment où les prêts devenaient plus risqués, alors que la théorie et la pratique veulent que les banques gardent une part plus importante quand leurs prêts sont plus risqués et donc plus sujets aux asymétries d'information. Les banques émettrices, contrairement à la tradition, se sont débarrassées des tranches junior (risquées), et ce en partie pour des raisons liées à la régulation. Par exemple, pour les banques commerciales, les règles prudentielles<sup>2</sup> exigent que 8 % de fonds propres soient adossés aux actifs pondérés par leur risque. Pour des tranches AAA, le risque est estimé à seulement 20 %, de sorte qu'il suffit de 1,6 centime de fonds propres par euro de tels actifs. D'autre part, les acheteurs ont parfois acheté sans trop se soucier de la qualité (...) et les agences de notation ont nettement sous-évalué les risques, comme le montre la défaillance de nombreux titres AAA.

## Les agences de notation ont joué un rôle dans ces opérations de titrisation

Les agences de notation sont de nouveau sur la sellette, [elles l'avaient déjà été], notamment lors de l'effondrement de la bulle immobilière, qu'elles n'avaient pas vu venir (elles avaient réagi très tardivement aux problèmes d'Enron et de Worldcom, par exemple), ou lors des crises souveraines des années 1990. À leur décharge, un historique trop limité était un obstacle à une bonne appréhension des risques associés à chacune des tranches. La faiblesse du contenu macroéconomique des modèles et le départ de personnel expérimenté vers les clients n'ont sans doute pas contribué non plus à une bonne compréhension des risques.

En revanche, il y a eu une **série de conflits d'intérêt liés à des activités de conseil** :

<sup>2</sup> Sur les règles prudentielles, sur la corégulation mise en place avec les agences de notation et sur les pistes de réforme à envisager concernant ce dernier point, se référer aux encadrés 3 et 4.



→ Les agences se sont aussi mises à offrir des services d'évaluation préliminaire (*pre-rating assessments*) permettant aux émetteurs de se faire une idée de la notation finale, aux dépens de la transparence. Ces services répondaient, bien sûr, à une demande des émetteurs qui, de plus, n'hésitaient pas à mettre en concurrence les agences de notation pour choisir la plus complaisante (*ratings shopping*). Calomiris (2008) note que le Congrès et la Securities and Exchange Commission (SEC) ont eux aussi encouragé cette inflation des notations (sur la question de l'inflation des notations, cf. encadrés 2, 4 et 6, *ndlr*).

→ De plus, les agences expliquent aux banques d'investissement comment choisir les tranches pour obtenir des notations favorables. Même en absence de laxisme, cette seule pratique implique qu'une tranche AAA, par exemple, a une probabilité de défaillance supérieure à celle d'une tranche AAA d'un actif n'ayant pas fait l'objet de cette explication de texte. En effet, les agences de notation expliquant comment « passer juste la barre », les tranches ainsi construites sont marginales plutôt que moyennes.

→ Les incitations liées à la rémunération d'une émission elles-mêmes ne semblent pas optimales. En effet, les commissions payées aux agences sont proportionnelles au montant émis, créant ainsi une force vers une sur-notation (cf. encadré 1, *ndlr*). Certes, les agences doivent mettre en balance les gains obtenus en étant complaisantes avec les émetteurs et la perte de réputation rendant les notations moins crédibles auprès des investisseurs, donc les agences moins attrayantes pour les futurs émetteurs.

Finalement, la volonté de plaire à des banques d'investissement représentant une partie importante de leur chiffre d'affaires a sans doute aussi joué un rôle néfaste. Par ailleurs, le marché de la notation est très concentré. Il n'y a que trois grosses agences et deux d'entre elles, Moody's et Standard & Poors, détiennent environ 80 % du marché (cf. encadré 2, *ndlr*). Dans la mesure où de nombreux émetteurs exigent une double notation, ces agences se retrouvent parfois en situation de quasi-monopole.

### L'extrême mobilité des produits financiers rend les contrôles (externes... et internes) complexes

La structure du bilan d'un établissement financier est très particulière : elle peut changer très vite et peut être affectée négativement et de façon substantielle par des employés n'appartenant pas à l'équipe dirigeante. Des prises de position, une panique des créanciers de court terme ou des changements de corrélation peuvent rendre insolvable en quelques jours ou semaines une banque apparemment saine. De plus, des *traders* peuvent accumuler des positions extrêmement dangereuses (Barings, Société générale). Par comparaison, les lignes de produits ou les équipements d'un électricien ou d'un constructeur automobile ne changent que lentement et sont mûrement réfléchis, et les décisions importantes à prendre dans le court terme, tels que les fusions-acquisitions, font l'objet d'un examen par le conseil d'administration.

#### Encadré 1 : La sur-notation

« Les agences de notation sur le banc des accusés. Hier des ex-cadres de Moody's, l'une des trois grandes agences mondiales de notation financière, sont passés aux aveux devant la commission d'enquête américaine sur la crise financière. Trois anciens salariés ont expliqué comment ils ont été poussés à attribuer la meilleure note à des produits. « Une usine à triple A », a résumé d'un mot le président de cette commission d'enquête en parlant de Moody's. »

Sources : (1) Emmanuel Kessler, « Le procès des agences de notation : à quand le contrôle ? », 4 juin 2010, <http://www.france-info.com>. Voir aussi pour plus d'information « Moody's, trois anciens analystes critiquent le système de notation », 2 juin 2010, <http://bourse.traderfinance.fr>

#### Encadré 2 : La structure oligopolistique incite au rating shopping

« Les trois agences précitées (Standard & Poor's, Moody's, Fitch), représentant 90 % du marché de la notation, la structure de ce marché est clairement oligopolistique, et ce malgré l'existence d'environ 150 agences dans le monde. Comment expliquer un tel degré de concentration ? Essentiellement par l'existence de coûts d'entrée importants, d'où un marché relativement peu contestable. En effet, comme le souligne le rapport de l'OICV-IOSCO sur les activités des agences de *rating* (septembre 2003), les émetteurs veulent être notés par des agences reconnues par les investisseurs. Or, les investisseurs se fient aux agences qui ont une *réputation* d'efficacité dans la notation et cette réputation ne peut s'obtenir sans un historique de *rating* permettant de tester la fiabilité de la notation d'une agence. Bref, « le serpent se mord la queue » : il ne peut y avoir d'historique sans émetteurs ayant demandé une notation, demande qui n'est faite que si les investisseurs font confiance aux notations, confiance étant acquise par l'existence d'un historique ! Les nouveaux entrants ont donc un handicap qu'ils peuvent être tentés de surmonter en offrant des notations non sollicitées qui, par principe, sont réalisées sans l'aide d'informations privées qui pourraient être fournies par la société et qui contribueraient à une notation plus précise.

On peut, par ailleurs, remarquer que la *réglementation prudentielle de Bâle II* ne comporte pas vraiment d'incitation à faire passer la structure oligopolistique de ce secteur vers une structure plus concurrentielle. En effet, si le titre n'est noté que par une seule agence, c'est cette note qui est retenue pour estimer le risque crédit à prendre en compte dans le calcul des fonds propres. Si le titre est noté par deux agences, l'établissement financier doit utiliser la note la plus défavorable. Si le titre a obtenu plusieurs notations, les deux meilleures notes sont retenues, sauf si elles diffèrent et, dans ce cas, la moins bonne des deux est retenue. En d'autres termes, la note intermédiaire est utilisée. Quel est donc le comportement optimal pour un émetteur ? Soit il obtient deux notations identiques et la troisième est inutile, soit ses deux notations sont différentes et il est alors incité à obtenir une troisième notation (puisque cette dernière, si elle est plus défavorable, n'aura aucun impact sur la pondération du risque de l'établissement détenteur de cette créance). En conclusion, une seule notation suffit, sauf si l'émetteur la juge trop basse, mais alors il doit obtenir trois notations, *i.e.* dans ce cas, il y a incitation au *rating shopping*, ce qui peut avoir une influence sur le comportement d'une agence de notation qui chercherait à accroître ses parts de marché dans le cadre d'un marché concurrentiel. C'est ainsi que certaines agences proposent des *notations préliminaires*...».

Source : Catherine Lubochinsky, « Pas d'espace financier européen sans régulation européenne des agences de notation », *Miméo*, juin 2004

### Encadré 3 : Réglementation prudentielle \*

#### Définition

La réglementation prudentielle (niveau minimum du capital, type d'opérations autorisées, adéquation des fonds propres, *reporting*...) vise à préserver la solvabilité des institutions réglementées, ceci afin de protéger les épargnants et d'éviter un risque systémique en cas de défaillance d'une institution.

La réglementation non prudentielle est la réglementation relative aux institutions financières qui vise d'autres objectifs que la prévention de l'insolvabilité (par exemple les règles visant à éradiquer le blanchiment d'argent).

Source : La rédaction à partir de L. Lhériaud et E. Duflos, <http://www.aquadev.org>

#### Historique \*\*

La crise de 1929 signe la fin de l'autorégulation de la sphère financière. « Dans un premier temps, l'histoire des réglementations prudentielles est apparemment un âge d'autorégulation. Ainsi, à la glorieuse époque de la « banque libre » (1837-1863), quand il n'existe plus de banque ni de monnaie centrales aux États-Unis, les établissements bancaires choisissent leurs règles de solvabilité ; à la même époque, et c'est également vrai dans le reste du monde, les compagnies d'assurances déterminent d'elles-mêmes le niveau de leurs réserves. (...) Aux États-Unis, les premières réglementations sur les réserves sont le fait des marchés financiers : en 1922, la Bourse de New York impose aux membres participants de consigner 10 % du montant des actifs traités.

À la suite de la Grande dépression des années 1930, les États sont pris d'une fièvre régulatrice qui s'exprime de manière différente selon les pays. En France, par exemple, toutes les grandes banques sont nationalisées à la Libération, et celles qui ne l'étaient pas encore le sont en 1982. Le résultat de cette politique est qu'il n'est pas nécessaire de légiférer, d'où un indéniable retard français en matière de pratiques prudentielles. Aux États-Unis, au contraire, la nature privée des établissements est conservée, mais la production législative est intense et continue : à côté du *Glass-Steagall Act* qui, en 1933, sépare banque de dépôts et banque d'affaires afin de faciliter la supervision, une foultitude de textes précisent les modalités de l'activité bancaire. » (...)

Des obligations de fonds propres sont définies à l'échelle internationale (Bâle I, 1988). « L'essentiel de ces accords de Bâle tient dans la définition du *ratio Cooke* (du nom de Peter Cooke, gouverneur de la Bank of England). Ce ratio indique que les crédits accordés doivent être provisionnés par des fonds propres à hauteur de 8 %. On applique toutefois un système de pondération censé représenter la qualité de l'emprunteur : 0 % pour les États de l'OCDE, 20 % pour les collectivités locales du même ressort, 50 % pour les crédits hypothécaires et 100 % pour les autres crédits. Il faut donc provisionner, sous forme de fonds propres, entre 0 % (emprunteurs souverains de l'OCDE) et 8 % (entreprises, particuliers plus tous emprunteurs hors OCDE) des crédits accordés.

L'accord de Bâle vise ainsi à couvrir le *risque de crédit*. Malheureusement, la prise en compte exclusive du ratio Cooke entraîne des effets pervers : l'*antisélection des risques de crédit*, et la fuite vers les marchés. Le problème d'antisélection vient de ce que les crédits à l'intérieur d'une classe de pondération sont tous considérés comme également risqués, ce qui incite à n'accepter que les plus rentables, dont potentiellement les plus risqués. Par exemple, en 1997, prêter à des collectivités locales coréennes (pays de l'OCDE) exigeait de provisionner 20 % x 8 % = 1,6 % du montant du prêt, alors que prêter à EDF exigeait un provisionnement de 8 % ; à cette époque, la crise asiatique battait son plein alors qu'EDF bénéficiait de la garantie de l'État français : les pondérations ne reflétaient pas correctement les risques réels. La réglementation échoue donc à sécuriser le risque de crédit. Par ailleurs, les risques de marchés n'étant pas pris en compte, les banques sont incitées à développer des activités sur les produits financiers nouveaux. (...)

Bâle II, en réaction à Bâle I, traite de l'ensemble des risques mais laisse des degrés de liberté aux opérateurs financiers. « Désormais, le régulateur n'impose pas forcément sa mesure, il peut se contenter de certifier une méthodologie. Cela peut sembler un retour à un avant la réglementation, mais il semble difficile de ne pas tenir compte de la complexité sans cesse croissante des transactions financières, du renouvellement des produits, etc. Il faut donc décentraliser l'évaluation du risque et certifier les méthodes ou les procédures plutôt que les évaluations elles-mêmes, bref les métriques plutôt que les mesures. Les accords de Bâle II marquent l'accomplissement de cette prise de conscience.

Le but de la réglementation est alors non seulement de maîtriser effectivement le risque des établissements de crédit et des intervenants sur les marchés financiers mais aussi de permettre l'apparition et la diffusion des bonnes pratiques. Car la tentation existe pour les établissements de considérer le *risk management* comme un coût et d'en faire le moins possible de ce côté-ci. Mais en suscitant la compétition entre les modèles internes, les autorités de régulation espèrent une émulation parmi les établissements financiers. » (...)

\* \* Dans cette partie historique les intertitres en bleu sont ajoutés par la rédaction.

#### Typologie des risques financiers

« Les risques liés à l'activité bancaire ont fait l'objet d'une description et d'une classification systématique dans un rapport du Comité de Bâle (1997). Ce texte distingue (p. 20-22) trois types de risques :

Le *risque de crédit* concerne le non-paiement à temps par un emprunteur des intérêts ou du principal ; en général, *risque de défaut*, *risque de contrepartie* et *risque de signature* sont synonymes de *risque de crédit*. (...)

Le *risque de marché* est un effet sur le bilan des variations de cours des titres ou actifs détenus. Les banques qui opèrent en tant que teneurs de marché sont particulièrement exposées en cas de variations brutales (krachs). On distingue, suivant les instruments : le *risque de change*, le *risque de taux d'intérêt*, - les autres *risques de marché* (en particulier sur les actions).

Le *risque opérationnel* peut conduire à des « pertes directes ou indirectes résultant d'une inadéquation ou d'une défaillance attribuable à des procédures, des agents, des systèmes internes, ou à des événements extérieurs » (Comité de Bâle, 2001). Il résulte essentiellement du défaut de contrôle interne aux firmes ou d'errements dans la gouvernance, à quoi on peut ajouter : le *risque de liquidité* qui provient du manque à gagner qui résulte de la vente précipitée d'actifs ou de la souscription de crédits coûteux pour honorer un paiement (par exemple, pertes de Vivendi-Universal quand elle revendit précipitamment des actifs du printemps 2002) ; les *risques légaux* liés à la négociation de produits nouveaux encore peu ou pas réglementés, ou à l'évolution du droit, qui peut être rétroactif en matière fiscale ; les *risques de réputation*, qui sont particulièrement dommageables aux banques car ce sont des organismes de crédit, lequel repose évidemment sur la confiance. »

#### Les accords de Bâle II

« À partir de 1999, le Comité de Bâle lance un grand chantier qui aboutit aux accords dits « de Bâle II » (... qui) reposent sur trois « piliers » :

- pilier 1 : redéfinition des ratios de solvabilité ;
- pilier 2 : amélioration de la supervision bancaire, en particulier pour les banques ayant opté pour les systèmes internes avancés ;
- pilier 3 : plus de transparence dans l'information que les banques donnent (règles de publication des informations plus strictes, harmonisation des normes comptables *via* les normes IAS 32 et surtout IAS 39, relative aux instruments financiers).

Le pilier 1 aboutit à remplacer, dans le calcul du *niveau de fonds propres nécessaire*, le *ratio Cooke* par le *ratio McDonough*. Ce dernier tient compte de *tous les risques (risque de crédit, risques de marché, risques opérationnels)*. Plusieurs méthodes s'offrent aux établissements pour appréhender ces risques :

- la banque pourra recourir au *modèle standard*. Les pondérations seront calculées en fonction des notations des agences de *rating* (notation externe à la banque donc) ou des indications fournies par le régulateur ;
- la banque appliquera un *modèle interne de base*. La banque va construire son propre système de notation des emprunteurs (*scoring*), mais utiliser des paramètres fournis par le régulateur pour la composition des pondérations ;
- la banque déterminera son système de pondération par un *système interne avancé* qui rappelle les modèles de solvabilité des compagnies d'assurances ; les banques produisent elles-mêmes la notation des emprunteurs et leurs systèmes de pondération.

On le voit, Bâle II propose une généralisation des *métriques privées* et donc une supervision personnalisée qui peut sanctionner soit l'usage de modèles courants ou la méthode de construction de modèles particuliers. Dans ce cadre, c'est finalement à une évaluation globale du risque et des procédures de contrôle interne que les financiers vont se livrer. Parmi les métriques privées, l'approche connue sous le nom de *Value-at-Risk* permet de rendre compte intuitivement du risque global. »

\* \* Source : Hormis l'encadré « Définition », les autres encadrés reprennent des parties d'un livre de Pierre-Charles Pradier, *La notion du risque en économie*, collection « Repères », La Documentation française, 2006

#### Encadré 4 : Rating et cadre réglementaire, des points de vue convergents

##### Jean Tirole

« Le passage de Bâle I à Bâle II illustre le dilemme classique entre un choix de règles mécaniques et une plus grande liberté octroyée aux acteurs.

**Bâle I** mettait en œuvre un système d'exigences en fonds propres mécaniques, souvent très éloigné de ce que la réalité économique justifierait. Rigide, Bâle I, cependant, limitait les manipulations.

**Bâle II** laisse beaucoup plus de flexibilité aux banques, ce qui permet une meilleure évaluation des risques si le processus est intègre, mais nécessite en conséquence une supervision plus stricte. Les modèles internes, même s'ils sont validés par les superviseurs, créent des degrés de liberté pour des banques peu scrupuleuses. De même, l'utilisation extensive des notations requiert que les agences de notation ne fassent pas collusion avec l'industrie pour s'engager dans une inflation des notes.

La théorie économique de la collusion suggère quelques règles de bon sens.

Tout accroissement de flexibilité dans l'évaluation doit avoir comme contrepartie une plus grande distance entre évaluateurs (les agences de notation, les superviseurs) et évalués (les banques) ; une flexibilité accrue magnifie les enjeux pour ceux qui sont supervisés et augmente ainsi le danger de pression et de capture.

Inversement, si l'on craint pour l'intégrité de la supervision et de l'évaluation, il faut revenir à des enjeux plus faibles, voire à des règles mécaniques.

Dans cette logique, certaines voix suggèrent d'abandonner l'utilisation des agences de notation pour des fins prudentielles (suggestion à laquelle je n'adhère pas) ; de façon moins radicale, il faudra **diminuer les enjeux liés aux notations si les agences de notation ne font pas preuve d'une plus grande intégrité** dans leur processus de notation (...). Par exemple, à la suite de Bâle II, il faut 7,5 fois plus de fonds propres quand on passe d'un actif noté AAA ou AA à un actif noté de BB+ à BB-. De tels enjeux quant à la rentabilité des fonds propres des banques requièrent une confiance importante dans le processus de notation, faute de quoi il faut réduire la sensibilité de l'exigence de fonds propres à la notation. »

Source : Jean Tirole, « Les leçons d'une crise », *Notes TSE*, n° 2, décembre 2008

##### Charles W. Calomiris

(Professor at Columbia's School of International and Public Affairs)

« Paradoxalement, le fait de donner aux agences de notation un pouvoir réglementaire réduit la valeur de la notation par un double phénomène : incitation à une prolifération des notes « *grade inflation* » et, corrélativement, perte de sens de celles-ci. En ouvrant largement la gamme des titres financiers à rendement élevé, l'inflation des *ratings* est favorable aux investisseurs réglementés car elle leur permet d'acheter davantage. Ayant d'habitude des opinions plutôt conservatrices en matière de demande de notes, ces derniers, du fait de la réglementation, recherchent une notation « gonflée ».

La prolifération de notes A était particulièrement marquée au niveau des titres financiers dont la demande est exprimée par des intermédiaires réglementés. Même au début des années 1990, il était déjà clair que la réglementation avait faussé l'industrie de la notation. Cantor et Packer (1994) ont souligné l'effectivité de cette inflation des notes et indiqué qu'elle n'était pas déclenchée par Moody's et S & P mais par d'autres agences : « les régulateurs de la notation financière supposent que la même notation (*letter grade*) de différentes agences implique le même niveau de risque de défaut ». En effet, les notes attribuées par les agences de troisième rang sont significativement plus élevées en moyenne que celles données par Moody's et S & P. Ces agences étaient, en outre, déjà plus impliquées dans la finance structurée que Moody's et S & P, elles étaient aussi présentes sur des marchés sur lesquels les deux agences principales n'étaient pas. Finalement, ces dernières ont décidé de rejoindre les autres sur ce qui est devenu une zone de produits à forte croissance de rendement, permettant de couvrir environ la moitié des frais des agences de notation.

Il est **inutile d'accuser les agences de notation** qui ont tout simplement répondu aux incitations inhérentes à l'usage réglementaire de la notation. Aujourd'hui, il appartient au régulateur de revisiter le pouvoir réglementaire transféré aux agences de notation et en particulier, de reconsidérer les notations et le sens qui leur est attaché. Une telle réforme prend toute son importance à la lumière des règles de capital de Bâle II qui permettent d'utiliser les notations des obligations pour mesurer le risque de défaut dans la régulation des portefeuilles des banques qui n'ont pas développé leurs propres modèles sous les règles de capital de Bâle II, basées sur le risque interne (*Internal Risk-Based (IRB) Capital Rules*).

Comment le pouvoir réglementaire peut-il être revisité ? Une solution consiste à réglementer la façon dont les agences de notation fixent les standards de notation mais cela risque de compromettre la capacité des agences de notation à utiliser les jugements indépendants et discrétionnaires. Une meilleure solution consiste à réformer les réglementations pour éviter que les notations en lettres (*letter grades*) soient utilisées comme fondements des standards d'investissements autorisés par les institutions réglementées. Dans ce scénario, les **banques et leurs régulateurs accorderont plus d'importance aux risques sous-jacents aux investissements** (leur probabilité de défaut et l'espérance de la perte conditionnellement au défaut) qu'aux notes en lettres. En effet, les agences de notation peuvent vendre aux investisseurs les outils leur permettant d'effectuer ce type d'analyse. C'est d'ailleurs ce que Bâle II envisage et, dans un tel cadre, les notes en lettres deviennent superflues. La mise en œuvre de ces nouvelles mesures de risque et une plus grande confiance dans la discipline de marché afin de décourager une prise de risque excessive, devraient, à long terme, améliorer la régulation du système. »

Source : Calomiris C.W., *The Subprime Turmoil : What's old, what's new and what's next ?*, 2008 (traduction par la rédaction)

##### Olivier Garnier (directeur général adjoint, Société générale Asset Management)

Régulateurs et investisseurs se sont trop largement déchargés de leurs responsabilités sur les agences de notation. Plutôt que de chercher à encadrer davantage la notation financière externe, il serait plus sage de commencer par revoir l'usage qui en est fait : il faut autant que possible **éviter de lui faire jouer un rôle – explicite ou implicite – de label, et donc faire marche arrière par rapport à la tendance consistant à s'y référer toujours davantage dans les réglementations, les contrats ou les mandats de gestion**.

Comme l'a récemment recommandé le Forum de la stabilité financière (rapport présenté lors de la réunion des ministres des Finances du G7 le 12 avril 2008), il conviendrait que les autorités réexaminent le rôle attribué aux notations dans les réglementations et les cadres prudentiels. Tout ce qui incite les investisseurs et les institutions financières à utiliser de façon quasi automatique les notations externes, sans faire leur propre travail d'analyse et de *due diligence*, doit si possible être éliminé. La responsabilité première de l'analyse du risque de crédit doit revenir – ou rester – dans les mains des institutions financières et des investisseurs. Ceux-ci en ont-ils les moyens en interne ? On marcherait sur la tête si l'on répondait par la négative. Pour les banques, l'analyse du crédit constitue la base même de leur métier ; et c'est d'ailleurs tout à fait dans la ligne de l'approche dite « avancée » de Bâle II qui repose quant à elle sur des notations internes. S'agissant des gestionnaires d'actifs, une règle de base est qu'ils ne doivent pas acheter des titres qu'ils n'ont pas la capacité d'analyser en interne, même si ceux-ci ont reçu la notation la plus élevée : **l'appréciation du risque de crédit fait partie intégrante de la décision d'investissement**.

Dans un tel schéma où la **responsabilité d'évaluer le crédit revient d'abord et avant tout aux intermédiaires financiers**, rien n'empêcherait, bien sûr, que ceux-ci mutualisent certains coûts ou recourent à des expertises externes pour les aider à construire leurs modèles. Cela serait d'ailleurs un bon moyen de favoriser la concurrence et l'émergence de nouveaux acteurs dont le *business model* se différencierait – sans s'y substituer – de celui des agences de notation : il s'agirait de fournir des services sur-mesure et facturés aux investisseurs plutôt qu'aux émetteurs, ce qu'il n'est guère possible de faire dans le cas de la notation externe fournie par les agences (celle-ci est un bon exemple de ce que les économistes appellent un marché « biface » où les vendeurs sont davantage incités à payer le service d'intermédiation que les acheteurs).

**Est-ce que tout cela est utopique et hors de portée ? Non**, c'est au contraire une répartition des rôles dans laquelle chacun des acteurs revient à son métier de base :

- les banques et les gestionnaires d'actifs analysent eux-mêmes le crédit des titres dans lesquels ils investissent ;
- les agences de notation les aident en leur fournissant des informations et des opinions ;
- les régulateurs s'assurent que les institutions financières et les investisseurs ont bien les moyens de s'acquitter de leurs responsabilités.

Source : Olivier Garnier, « Du bon usage de la notation financière externe », *Revue d'économie financière*, 5 juin 2008

Le titre de l'encadré est de la rédaction

Ces deux particularités rendent les contrôles externes et internes à la fois complexes et indispensables. Au niveau du contrôle interne, les responsables du contrôle du risque doivent être des spécialistes du domaine (donc être bien rémunérés) pour pouvoir prétendre comprendre la nature des opérations complexes qu'ils contrôlent. Par ailleurs, ils ont une position délicate dans l'établissement. Jouant le rôle de rabat-joie, le plus souvent ils s'opposent à des prises de position profitables pour très occasionnellement empêcher des pertes bien plus substantielles. Si le pouvoir des gestionnaires du risque devient très important en période de crise, il est faible en temps normal, menant parfois à des prises de risque inconsidérées. Coupés des salles de marché pour éviter toute connivence, ils sont exposés à l'asymétrie d'information vis-à-vis de ceux qui veulent engager l'établissement (asymétrie d'autant plus grande qu'ils ont une réputation de rigueur et ne se voient donc pas transmettre l'information).

Bien entendu, les dirigeants et les superviseurs ont depuis longtemps réalisé la complexité du contrôle interne et ont suggéré des mesures pour pallier ce problème. Il n'empêche que l'objectif de rentabilité à court terme tentante, en période d'expansion, la mise à l'écart des gestionnaires du risque, que les établissements financiers investissent trop peu dans les systèmes de risque et que les structures de rémunération des gestionnaires de risque créent également des conflits d'intérêt (quand leurs *bonus* sont liés à l'activité de l'institution) et, surtout, que les dirigeants et le Conseil d'administration ont beaucoup de difficultés à connaître les risques exacts auxquels leur institution est exposée (...).

### Quelques recommandations pour mieux encadrer l'activité des agences de notation

Ces dernières sont devenues au cours du temps des « **auxiliaires de régulation** » et retirent de ce statut des revenus considérables. Les institutions régulées (banques, compagnies d'assurance, *brokers*, fonds de pension) voient leurs exigences en capital diminuer sérieusement lorsqu'elles détiennent des créances bien notées (cf. encadrés 3 et 4).

Ce privilège des agences de notation doit être accompagné de la contrepartie de la surveillance de leur **méthodologie** et de leurs **conflits d'intérêt**. Par contre, il n'y a pas lieu de réguler les activités des agences de notation non liées à la réglementation prudentielle (sauf si elles entraînent un conflit d'intérêt et faussent les notations utilisées par les superviseurs).

Sans forcément se tourner vers une régulation directe de ces agences, différentes pistes peuvent être explorées afin de rendre leurs notations plus pertinentes : élimination des conflits d'intérêt, définition des meilleures pratiques, développement de mesures de performance de **qualité de prédiction, enregistrement des performances passées de chaque agence dans un registre central**, création d'une agence internationale de supervision des agences de notation qui définirait avec ces agences les pratiques accréditées par les superviseurs pour que leurs notes soient utilisées dans le calcul des fonds propres des banques, compagnies d'assurance et autres intermédiaires financiers régulés.

Par ailleurs, on pourrait aussi **accroître une concurrence** souvent limitée par le recours exclusif des autorités prudentielles à une poignée d'agences de notation, même s'il faut bien admettre que les agences de notation doivent faire du profit si l'on veut qu'elles soient incitées à préserver leur réputation (comme elles n'investissent pas dans les titres qu'elles notent, elles ne subissent pas de perte directe quand elles produisent de mauvaises analyses).

#### Encadré 5 : Sous-estimation des notes des municipalités

« La crise financière a également mis en lumière un autre compartiment du système financier : les *municipal bonds*. Le marché des titres émis par les collectivités a été fortement impacté par la crise, notamment par les dégradations des assureurs *monolines* qui garantissent la moitié des titres émis, et par l'effondrement du marché des *Auction Rate Securities (ARS)*. Il est alors apparu que les agences de notation utilisent de facto une double échelle de notation, en étant beaucoup plus exigeantes envers les titres municipaux qu'envers les autres titres (*corporate*, produits structurés). Une proposition de loi introduite au Congrès vise par conséquent à harmoniser les deux échelles de notation, afin de résoudre les difficultés de financement des municipalités. En cas d'adoption, la proposition de loi devrait se traduire par une amélioration de la notation de la plupart des *municipal bonds*, dont une majorité serait désormais notée AAA et ne nécessiterait donc plus de rehaussement de crédit. Cependant, bien que certaines agences entament déjà des réformes en vue d'harmoniser leurs notations, cette proposition de loi pourrait entrer en contradiction avec le premier amendement de la Constitution, puisqu'elle impose *de facto* une méthode de notation aux agences. »

Source : « Réforme des agences de notation : où en sont les États-Unis ? », note de l'Agence financière de l'ambassade de France aux États-Unis, New York, 10 juillet 2008

#### Encadré 6 : Le Connecticut attaque les agences de notation de crédit

La série noire continue pour les agences de notation de crédit. Après l'effondrement du marché de la finance structurée, sur lequel elles faisaient leurs choux gras, et le serrage de vis réglementaire engagé des deux côtés de l'Atlantique en réaction au rôle qu'elles ont joué dans la crise des *subprime*, Standard & Poor's, Moody's et Fitch sont maintenant dans le collimateur de la justice américaine. Le procureur général de l'État du Connecticut, Richard Blumenthal, a porté plainte mercredi contre les trois principales agences. Il leur reproche d'avoir attribué aux obligations émises par les municipalités du Connecticut des notes « *artificiellement basses* », ce qui aurait « *coûté des millions de dollars aux contribuables* », la nécessité de faire garantir leurs obligations par les « rehausseurs » de crédit s'ajoutant au paiement de taux d'intérêt majorés.

Les agences utilisent pour les obligations municipales une échelle de notation spécifique, soupçonnée de conduire à une sous-évaluation systématique de la qualité de crédit de cette catégorie d'émetteurs. La Commission des affaires financières de la Chambre des Représentants a adopté, hier, un projet de « loi d'équité pour les obligations municipales » qui exige que les agences emploient la même échelle pour les titres des collectivités locales que pour la dette des sociétés ou les produits structurés.

Source : *Les Échos*, 1<sup>er</sup> août 2008



Enfin, il semble important de [normaliser les notations](#). Une notation donnée devrait dire la même chose, que la créance concerne une commune, une entreprise ou un portefeuille de créances immobilières ; or, une créance Baa sur un CDO (*Collateralized Debt Obligation*) a une probabilité de défaut huit fois supérieure à celle sur une entreprise. De même, à notation égale, les créances sur les municipalités ont une probabilité très inférieure de faire défaut que celles issues de la finance structurée (cf. encadrés 5 et 6). Il faudrait exiger des agences de notation qu'elles norment leurs évaluations, de sorte que les investisseurs et les régulateurs sachent à quoi ils s'exposent.

### [Aller au-delà implique de bien réfléchir](#)

En revanche, d'autres propositions visant à contrôler les agences de notation semblent moins opportunes ou, au moins, nécessitent une réflexion beaucoup plus approfondie. Certains ont suggéré que l'information donnée par les émetteurs aux agences de notation devienne nécessairement publique, ceci afin de permettre à des investisseurs sophistiqués de dupliquer ou infirmer les prédictions des agences. Encore faudrait-il que les émetteurs ne changent pas leur comportement ; l'on peut en effet imaginer que les émetteurs feraient plus de rétention d'information, sachant que cette dernière serait diffusée au marché dans son ensemble.

Il a aussi été suggéré que les agences de notation soient rémunérées par les investisseurs et non par les émetteurs, afin de limiter les conflits d'intérêt (cf. encadré 7, *ndlr*). L'argument part du principe, parfois sain, selon lequel le contrôlé ne devrait pas payer le contrôleur. Notons tout d'abord que la question, s'il y en a une, n'est pas de savoir qui paie mais qui décide de l'identité du contrôleur : le fait que l'étudiant paie pour passer un test standardisé, ou le candidat au permis de conduire pour l'examen correspondant, ne pose pas de problème particulier. Ensuite, il n'est pas clair que revenir au système *user-pays* soit viable ; en fait, le système actuel d'*issuer-pays* provient du fait que [l'information est un bien public](#) et qu'un investisseur ayant payé l'accès à la notation d'un titre peut en informer tous les autres et donc priver l'agence de notation de sa source de revenus.

Il est aussi souvent recommandé de rendre les méthodes de calcul des notations plus transparentes. Au vu du faible lien entre notation et résultats dans le cas des produits structurés, une telle proposition est séduisante. La création d'un organisme définissant des standards et faisant un suivi des activités et méthodologies des agences de notation semble raisonnable. Un tel organisme devrait accorder un rôle important aux superviseurs sur les questions touchant aux notations utilisées à des fins prudentielles. Il s'agit, cependant, de réfléchir à la possibilité d'effets pervers d'une telle approche. D'une part, une vraie transparence réduirait le rôle de données subjectives dans la conception des notations. De plus, les [méthodologies font partie de la propriété intellectuelle](#) des agences, qui pourraient être ainsi découragées de développer de nouveaux outils d'évaluation.

*Laissons la parole à l'auteur pour la conclusion : « Il est indispensable de bien comprendre ce qui s'est passé, et de suggérer des approches de sortie de crise ainsi que des réformes pour qu'une telle crise ne se renouvelle pas. Si l'utilisation de la science économique aurait permis, sur certains sujets, d'éviter bon nombre d'erreurs, sur d'autres, l'économie ne fournit encore que des éléments de réflexion que la recherche à venir devra approfondir afin de fournir des recommandations plus affinées. Le tableau dressé ici est celui d'une défaillance massive du système de régulation financière, de sa conception à sa mise en œuvre. Si certains comportements individuels du monde de la finance sont choquants, la dénonciation globale de la « finance folle » est futile. Les acteurs du monde financier, comme tous les agents économiques réagissent aux incitations auxquelles ils sont confrontés. De mauvaises incitations génèrent de mauvais comportements. De nombreux responsables ont assimilé libéralisme à « laissez-faire » plutôt qu'à son vrai sens, « responsabilisation », c'est-à-dire la mise en place d'institutions et d'incitations appropriées pour faire coïncider les intérêts privés avec l'intérêt général. Pour autant, les événements récents offrent l'opportunité d'une remise à plat de la régulation financière internationale, avec un équilibre à assurer entre un besoin important d'impulsion politique forte et concertée et le danger de réformes trop politiques dans un domaine éminemment technique ». (Jean Tirole)*

#### **Encadré 7 : Le financement des notations par les investisseurs n'est pas une option réaliste**

« Les reproches multiples faits aux agences anglo-saxonnes ne sont pas toujours totalement dénués de fondement, mais appellent également des commentaires nuancés. S'agissant du modèle économique, force est de constater que les grandes agences, par la diversification de leurs sources de revenu (aucun émetteur ne représentant plus qu'une très faible proportion des recettes de notation) et par leurs règles internes, ont su se protéger de toute influence directe menaçant leur indépendance. Cependant, placées dans une position qui n'est pas fondamentalement différente de celle des cabinets d'audit, le modèle des agences est par nature entaché d'une suspicion de conflit d'intérêt, contribuant soit à renforcer les appels à une régulation externe, soit à appeler à l'émergence d'un autre modèle économique. Souvent évoquée, cette dernière option n'a pas pu donner lieu à une mise en œuvre concrète sur une échelle significative : s'il existe dans le monde un très grand nombre d'organismes pratiquant des activités rattachables à la notation de crédit et qui vendent leurs services par abonnements, ce sont toujours des acteurs de niche. Il est manifeste que le service rendu par les [agences à couverture mondiale et multisectorielle](#) impose des [capitaux importants](#), par la couverture géographique et les ressources analytiques nécessaires. La mobilisation de tels moyens ne peut être financée par les investisseurs, à moins d'exiger des charges d'abonnement élevées et de restreindre drastiquement à ces investisseurs payant l'accès à l'information des agences, conduisant à une fragmentation du marché, et des manipulations sous forme de rumeurs. Quant à l'appel, plus ou moins fréquent, à la création d'une agence publique, sous l'égide des gouvernements, de l'OCDE ou du FMI, il soulève également des questions relatives aux conflits d'intérêt – bien que d'une autre nature – et n'est pas une option praticable dans la réalité. »

Source : François Veverka, « Faut-il une réglementation stricte des agences de rating ? », *La Semaine juridique Entreprise et Affaires*, n° 23, 4 juin 2009



### 7 Les agences sont-elles irremplaçables ?



Les agences de notation voient leur responsabilité mise en cause dans la crise financière. Ce sont à bien des égards des acteurs étranges. Entités privées, elles produisent des notations qui présentent des caractéristiques de bien public. Elles vendent leurs notations financières sur un marché concurrentiel quoique de structure oligopolistique. Traditionnellement discrètes, elles livrent peu d'informations sur leur activité d'expertise et, de ce fait, donnent peu de prise à des analyses externes. L'information qu'elles manipulent est stratégique, pour elles, en tant qu'input pour établir leur diagnostic et en tant qu'output quand elles la publient, pour les marchés quand ils en ont connaissance. Leur pérennité tient à leur réputation à l'échelle mondiale, réputation qui leur a permis d'écarter jusqu'ici toute régulation. Aujourd'hui, cette réputation est mise à mal mais, comme le rappelle Pierre Cailleteau, praticien de la notation financière, si la critique est facile, l'art est souvent difficile.

Cahiers de l'évaluation

Auteur de l'article : Pierre Cailleteau

« Si elles n'existaient pas, faudrait-il inventer les agences de notations ? »

Cet article n'a pas, à notre connaissance, été publié.

Les encadrés sont ajoutés par la rédaction.

Pierre Cailleteau est ex-responsable de la notation des États dans le monde pour Moody's Investors Service. Cet article est écrit en son nom personnel et n'engage pas Moody's ni ne prétend refléter ses vues.

#### Les agences face à la crise

Chaque crise financière met en cause le rôle, réel ou supposé, des agences de notation ; les *ratings* étaient trop hauts ou trop bas, ont été descendus trop tard et trop lentement, ou trop tôt et trop vite, ou encore

trop tard et trop vite... Au fond, ce type de débat n'a rien d'anormal puisque les agences s'exposent par fonction à la critique ; elles publient un jugement ordinal sur la qualité de crédit, ce jugement est dans le domaine public et constitue de ce fait une cible privilégiée pour les analyses – contemporaines ou 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.

Cet article cherche à montrer qu'un calibrage indépendant du risque de crédit est utile, et probablement indispensable, au développement des marchés financiers, mais que la sophistication de la finance de marché et la prolifération de la comptabilisation en *mark-to-market* (cf. encadré 1, *ndlr*) notamment, ont mis à l'épreuve l'adéquation entre la demande de calibrage du risque et l'offre proposée par les agences. La crise actuelle met en lumière ce type d'inadéquations et conduit à s'interroger sur la nature insolite des agences de notation – productrices privées d'un bien public – et leur capacité à gérer les conflits d'intérêt consubstantiels à leur situation de pivot sur le marché de l'information financière.

## « Réduire les asymétries d'information et promouvoir une approche "probabilistique" du risque »

Les agences de notation ont pour objet social de contribuer à réduire les asymétries d'informations<sup>1</sup> dont on sait qu'elles conduisent à une allocation inefficace du capital, et donc à un coût d'opportunité économique et social. Une analyse indépendante du risque de crédit facilite le développement des marchés de dette, en réduisant les barrières d'information entre vendeurs et acheteurs de risque de crédit. Cette réduction des barrières d'information permet une diminution des primes de risques non justifiées par la seule qualité du crédit des emprunteurs – mais simplement par le fait que les investisseurs sont réticents à « prêter à l'aveugle »... De ce fait, l'économie peut s'appuyer sur deux moteurs en matière de financement : le moteur bancaire et le moteur des marchés financiers. Certains observateurs, comme A. Greenspan par exemple, ont mis en lumière l'importance systémique de la « roue de secours » que constituent des marchés de capitaux dans le cas de la crise asiatique – où ils ont cruellement manqué.

Par ailleurs, l'approche analytique des agences correspond à un autre besoin lié au développement des marchés de capitaux : les *ratings* appartiennent au monde des probabilités. Bien que les agences, de fait, **transforment un risque continu en un risque discontinu** – Moody's n'a que 21 positions, à quoi on peut ajouter les *outlooks* positifs ou négatifs – le monde du risque gradué est « supérieur » au monde du risque binaire qui a caractérisé l'industrie bancaire jusqu'à il y a peu : on prête ou on ne prête pas. Le *rating* offre de nombreuses possibilités de tarification du risque, au-delà du simple rationnement. De surcroît, l'approche probabilistique tranche avec l'illusion de la précision qui, sans doute inévitablement, a gagné la sphère financière (toute-puissance de la modélisation, information financière apparemment millimétrée...). N'avoir que 21 crans est aussi l'expression des limites intrinsèques dans l'effort de calibrage des phénomènes complexes. Ce devrait être en soi un avertissement : « aussi fort que nous ayons essayé, nous n'avons pas réussi à être plus précis ».

### Encadré 1 : Rôle des règles comptables de valorisation des actifs

Les normes comptables internationales International Financial Reporting Standards (ou IFRS), élaborées par le Bureau des standards comptables internationaux (International Accounting Standards Board ou IASB), préconisaient la juste valeur, *fair value* en anglais, comme méthode de valorisation des actifs. Elle consiste à valoriser les actifs à leur valeur de marché (*mark-to-market*) et non, comme cela se pratiquait, à leur « coût historique », ceci afin de rapprocher la valeur comptable de la valeur de marché et donc de faciliter le travail des valorisations des sociétés. Lorsque il n'y avait plus de marché, le prix tombait à zéro, des pertes virtuelles devenaient des pertes immédiates. Pour satisfaire aux règles prudentielles, les banques devaient aussitôt compléter leur capital, au moment où la valeur boursière de leurs actions était mise à mal. Ceci a entraîné de vives critiques envers les normes comptables IFRS, mises en place peu de temps auparavant, qui ont été jugées « procycliques », c'est-à-dire qu'elles aggravaient la crise. En 2009, la décision a été prise de privilégier la méthode *mark-to-model* pour l'évaluation des actifs financiers. Cette méthode est adoptée quand la valeur de marché n'existe pas ou que celle-ci est aberrante (cas des ventes d'urgence, ou *distressed sales* en anglais). Reposant sur un modèle financier et donc sur des hypothèses formulées par l'évaluateur, cette méthode est toutefois soumise au risque que le modèle utilisé ou les hypothèses retenues soient erronés.

L'interprétation que donne Paul Jorion\* de ce changement de méthode est la suivante : *le trucage des chiffres était devenu une nécessité : en évitant le monde se serait vu confronté au constat de son insolvabilité globale sans qu'un tel bilan puisse déboucher sur aucune implication pratique. Seule une mise entre parenthèse de l'insolvabilité générale permettrait d'éviter la paralysie totale de la machine économique.*

Voici, résumée ci-dessous, l'analyse de Paul Jorion concernant la gestion de la crise financière aux États-Unis par les pouvoirs publics, de 2007 à 2009 :

- 2007 La stagnation du prix de l'immobilier résidentiel américain amène des défauts de remboursements des ménages qui ne peuvent ni vendre leur bien ni rembourser. Les crédits immobiliers se déprécient et l'application de la méthode de la juste valeur aux crédits titrisés induit une dépréciation importante des actifs du secteur bancaire. Dès le mois d'août, les ratios de solvabilité des banques atteignent le plancher imposé par le superviseur (ce que va révéler la publication trimestrielle des bilans). Faute de pouvoir regrouper les actifs toxiques dans une structure de défaisance – ce qui avait été fait en 1933 dans le cadre du *New deal* et en 1989 lors de la crise des *Saving and Loans*, mais apparaît alors d'un coût prohibitif pour les finances publiques –, les pouvoirs publics recapitalisent les banques afin que leurs réserves dépassent le seuil plancher... mais les actifs toxiques restent au sein des institutions financières.
- 2008 La crise s'amplifie au niveau de l'économie réelle et les défauts de paiement s'étendent à des tranches de crédits jugées plus sûres. Les pouvoirs publics sauvent Bear Stern en mars puis AIG en septembre, après avoir laissé Lehman Brothers faire faillite. Le sauvetage d'AIG est dû au fait que cette institution était contrepartie de positions pariant sur la faillite de Lehman Brothers (*Credit default swaps* ou CDS).
- 2009 Les banques sont à nouveau menacées d'insolvabilité. En avril, une action de *lobbying* de l'American Bankers Association débouche sur la modification de la règle comptable 157 par le Financial Accounting Standard Board (FASB) : la valorisation des produits dépréciés ne se fera plus sur la base de leur « cote au marché » (*mark to market*) mais sur la base de leur « cote au modèle » (*mark to model*) ou, *dixit* Warren Buffet, « cote au mythe ». L'International Accounting Standard Board (IASB), équivalent international du FASB utilisé en Europe, s'aligne un peu plus tard sur cette position. La solvabilité des établissements financiers est alors assurée grâce à ce changement de méthode.

\* Paul Jorion, « La sortie du capitalisme », *Le Débat*, n° 157, novembre-décembre 2009. Sur Paul Jorion, voir aussi l'article 8 de ce numéro.

Source : cet encadré est rédigé par la rédaction en se fondant sur l'article de Paul Jorion et sur d'autres sources Internet telles que Wikipédia ou [http://www.assufrance.com/crise\\_des\\_subprimes.php](http://www.assufrance.com/crise_des_subprimes.php). Le lecteur intéressé par les normes comptables peut se reporter à l'article de Jacques Richard, « Comment la comptabilité modèle le capitalisme », revue *Le Débat*, n° 161, septembre-octobre 2010, [www.le-debat.gallimard.fr](http://www.le-debat.gallimard.fr), ainsi qu'à celui de Jacques de Larosière, « Régulation financière, Europe/États-Unis, Convergences et spécificités », revue *Commentaire*, n° 127, automne 2009.

1 Le fameux marché des *lemons* (voitures usagées) d'Arkerlof. Cf. encadré 9 de l'article 1, « Notation, information et confiance » du précédent numéro, *ndlr*.

## Il n'existe pas de substitut immédiat

Y a-t-il un substitut évident au concept d'agence de notation, c'est-à-dire à la production indépendante d'un service offrant un point de référence ordinal de risque de crédit ? Difficile à trouver.

On pourrait penser aux **marchés actions** qui n'ont pas d'agences indépendantes de notation. Cependant, l'analogie est un peu trompeuse. Tout d'abord, et principalement, les marchés d'actions sont beaucoup plus transparents que les marchés du crédit. En second lieu, autant il y a une demande importante pour une offre de *rating* qui est « fondamentale » par nature, c'est-à-dire concentrée sur la question du risque de défaut de l'émetteur de dette, autant la demande des marchés actions mélange plus intimement analyse fondamentale et opinion sur l'évolution du marché. La question est en effet : y a-t-il une chance que le titre de propriété que j'acquiers prenne de la valeur ? Cela dépendra naturellement de la performance de l'entreprise – analyse fondamentale – mais aussi de l'évolution du marché en général. Or, l'analyse du marché lui-même (le *bêta*) est entourée d'une telle marge d'incertitude (et donc de variabilité) que le seuil de crédibilité requis par les utilisateurs potentiels pour la reconnaissance d'un standard du type *rating* est très élevé.

Une autre option radicale, si l'on « pense l'impensable », consiste à prendre acte du fait qu'une agence de notation participe à la production d'un bien public, et donc à soutenir que le meilleur modèle d'exercice de cette mission est un modèle public. Pour apprécier objectivement cette option, il faut la mettre en regard des deux critères principaux d'évaluation de l'activité des agences : la compétence et l'indépendance<sup>2</sup>. L'offre de calibrage du risque de crédit serait-elle de meilleure qualité si elle était fournie par une **agence d'État** ? L'indépendance ne serait pas assurée puisque les États seraient naturellement juges et parties – en tout cas, ceux dont la dette n'est pas incontestablement un actif sans risque, Aaa. Tout État à dette élevée serait probablement conduit à avoir une appréciation de son propre risque plus favorable que ne l'ont les agences actuelles – et si d'aventure il se livrait à un exercice de sincérité, il risquerait de déclencher des crises financières.

Par ailleurs, un grand nombre de notations d'agents privés (banques, entreprises publiques ou para-publiques, entreprises privées endettées en devise...) dérivent d'un jugement sur le risque d'interférence de l'État, qu'il soit « négatif » – en termes de risque de crédit – comme le risque d'expropriation, de moratoire de paiements extérieurs... – ou « positif » tel que le soutien à des banques en cas de crise, par exemple. Il est difficile d'imaginer que l'État serait perçu par les utilisateurs de notes de crédit comme un agent objectif et désintéressé – même s'il peut naturellement l'être occasionnellement.

D'autre part, une agence d'État serait-elle davantage compétente ? Rien ne permet *a priori* de douter qu'elle soit au moins aussi compétente, pourvu qu'elle puisse recruter des analystes de bon niveau. De nombreuses agences de supervision bancaire, par exemple, sont très compétentes – même si leur sûreté de jugement en matière d'identification de sinistre bancaire a été, dans le passé, mise à l'épreuve aussi souvent que celle des agences de notation. Une autre difficulté essentielle résiderait, en revanche, dans la question de savoir si les incitations pour adapter et améliorer leurs méthodes d'analyses, afin d'accompagner un marché en innovation permanente, seraient suffisantes – faute de quoi l'amélioration de l'efficacité de la sphère financière serait entravée, ou au moins ralentie. Enfin, la fourniture de ce service par une agence publique se heurterait à un dernier obstacle pratique : l'intérêt du *rating* est sa comparabilité, non seulement entre différents secteurs d'activité mais aussi transfrontières. Or, on voit mal une agence publique nationale fournir ce type de service.

Il apparaît donc que le service – calibrage indépendant du risque de crédit et réduction des asymétries d'informations – est non seulement nécessaire à l'essor des marchés de capitaux, mais aussi qu'il ne semble pas pouvoir être produit dans des conditions nettement supérieures pour la collectivité selon des modes radicalement différents (un point de vue différent est exprimé dans l'encadré 2, *ndlr*).

## La difficile évaluation des agences

Si elles n'existaient pas, les agences de notation devraient donc être inventées – par un entrepreneur plutôt que par un gouvernement. Cela signifie-t-il pour autant que le service rendu est « satisfaisant » ?

---

2 Voir plus bas une analyse critique des performances effectives des agences à cet égard.

## Encadré 2 : Un point de vue contraire

### Plaidoyer pour une agence publique avec un double argument de compétence et d'indépendance

« L'activité de production de *ratings* relève quasiment du **service public**. La surveillance des marchés du crédit constitue en soi un compartiment des mécanismes de régulation de la finance obligataire. L'autorégulation des marchés a montré ses limites. Le retour des États, qui ne manquera pas d'accompagner la sortie de la crise actuelle, devra sans doute s'accompagner de l'exigence de repenser la place des agences de notation. Dans cette perspective, sortir de l'aporie actionnariale qui place les analystes dans une situation d'inconfort et de schizophrénie permanents, tant ils sont pris entre l'exigence de qualité et la course à la rentabilité, nous conduira fatalement à faire le choix – qui n'a rien de cornélien – de la qualité de cette surveillance au détriment de sa rentabilité. Les actionnaires privés du « triopole » tout-puissant d'aujourd'hui ne sont pas en mesure de sacrifier leurs marges pour le bien public ; ce n'est pas leur rôle, ni le mandat qu'il leur a été donné par les marchés et, *in fine*, le leur imposer serait injustifiable. De surcroît, il n'est pas question de nationaliser les agences de notation existantes : le marché a besoin d'elles, aujourd'hui plus que jamais ; mais il n'est pas non plus question de les laisser dominer cette activité sans contrepoids ni garde-fous. Par conséquent, il est temps de voir émerger une agence de notation publique : il faut entendre par là une **agence à capitaux publics**, non pas une agence peuplée de fonctionnaires.

L'acteur public est un des rares agents économiques qui ne soit pas tenu d'exhiber des taux de profit exorbitants, et qui n'ait pas d'exigence excessive au regard de la rémunération des fonds propres investis, surtout lorsqu'il s'agit de prendre en charge la gestion des biens collectifs ou bien les fonctions régaliennes. Cela dit, les États sont des entités beaucoup trop marquées idéologiquement et politiquement, insuffisamment indépendantes des enjeux économiques. Par conséquent, un ou plusieurs États ne pourront pas être les sponsors efficaces d'une nouvelle agence de notation à capitaux publics. Les **marchés ont besoin de gages d'autonomie et d'indépendance**, ainsi que suffisamment de garanties susceptibles de contenir au maximum les présomptions de conflits d'intérêt. La nouvelle agence publique de notation devra nécessairement être supranationale, ou en tout cas détenue en totalité par des capitaux publics supranationaux. Pour que les acteurs globaux se sentent tous investis, en tant que parties prenantes actives au processus de refonte de la surveillance des marchés obligataires, alors un acteur de référence émerge comme l'actionnaire parfait : ce serait idéalement la Banque Mondiale, notamment son bras financier dirigé vers le secteur privé, la Société financière internationale (SFI). Déjà bien enracinées dans les activités de financement, de développement et de subvention, essentiellement au sein des pays émergents, la **Banque mondiale** et la SFI sont depuis longtemps très aguerries aux questions éco-financières globales, et se sont frottées depuis longtemps aux crises protéiformes qui secouent la planète de manière plus intense et plus récurrente depuis les deux décennies de dérégulation qui ont succédé à la chute du Mur.

On pourrait imaginer une agence de notation totalement contrôlée par la SFI en tant qu'actionnaire, mais fonctionnant sur un régime proche de celui du secteur privé. Son siège serait installé en plein cœur de la City de Londres, et pourrait s'appuyer sur le maillage territorial très serré de la Banque mondiale dans le monde. Bien entendu, une muraille de Chine séparerait en permanence les activités financières de la SFI de ses activités de notation, sous le contrôle d'une équipe d'inspecteurs de la Banque mondiale. Sans pression à la rentabilité folle, les **analystes de cette nouvelle agence** pourraient s'attacher à suivre 10 à 15 crédits par tête, soit en moyenne deux, voire trois fois moins que dans les agences du secteur privé. Les budgets de formation et de recrutement seraient comparativement plus importants, pour assurer d'une part le maintien d'un haut degré de compétence, l'enrichissement du capital humain et, d'autre part, la diversité des talents, en favorisant des embauches qui obéiraient davantage aux besoins structurels des marchés en matière d'analyse qu'aux contraintes de production à tout-va, voire aux manœuvres politiques des managers. L'objectif principal en matière de gestion des ressources humaines sera de former des multi-spécialistes, non pas des généralistes incapables de creuser des sujets techniques en profondeur ni des analystes hyperspécialisés incapables de prendre de la hauteur, de la distance pour rendre le monde économique plus intelligible aux investisseurs qui leur ont délégué cette activité de surveillance. Les rémunérations des analystes pourront demeurer compétitives par rapport à celles des concurrents privés, puisque la variable d'ajustement sera la marge de profit, par définition plus faible, tant l'actionnaire public privilégiera la qualité de la production par rapport au maintien de ses marges.

La notation financière est un **métier complexe et riche**, qui s'appuie sur des décennies de collecte de **données** et une très longue **expérience** des analystes. Dans un premier temps, l'agence publique sera obligée de prendre à sa charge les lignes de métiers les plus facilement répliquables, à savoir la notation des souverains et celle des institutions financières ainsi que des grandes *corporates*. Il sera difficile d'envisager une entrée tonitruante et immédiate dans le monde très complexe de la titrisation. Cela supposera au préalable l'accumulation d'une expérience plus longue et plus riche en notation fondamentale (celle des entités hors titrisation), avant de passer la frontière des financements structurés, où les notes sont plus quantitatives, plus modélisées, et plus mécanistes. »

Source : Luc Chardonneret du Ponant, « Pour une agence de notation internationale à capitaux publics », article publié sur le site du Centre d'étude et de prospective stratégique (<http://www.ceps.asso.fr>), 16 décembre 2008

Cette question soulève deux débats économiques distincts : comment juger si les agences « font bien leur travail » ? Est-on assuré que le marché peut sanctionner les agences « défailtantes » compte tenu du caractère oligopolistique de ce marché ?

Comment savoir si les agences « font bien leur travail », au-delà des procès mettant en scène toute l'assurance qu'autorise la connaissance des événements postérieurs ? Comme le rappellent souvent les agences de notation, si elles étaient parfaitement prescientes, elles n'auraient que deux types de *ratings* : fera défaut -- ne fera pas défaut.

## Le critère de la compétence ?

Un calibrage du risque ordinal et probabilistique peut être prouvé utile – à défaut de pouvoir jamais être prouvé « vrai » – si l'on montre que sur des périodes longues la notation a clairement un contenu en information de **risque supérieur à un tirage aléatoire**.

Est-ce que les notations en disent plus sur la probabilité de défaut – ou plus précisément, chez Moody's, le niveau de perte probable – d'un titre obligataire qu'un tirage au sort ? Pour Moody's, par exemple, qui s'appuie sur des séries statistiques très longues, des enquêtes trimestrielles sont publiées, attestant de la qualité du contenu en information de nos *ratings* – et les soumettent au jugement du public. Au cours du temps par exemple, un titre coté Aaa a un risque de perte rarissime, un risque de transition faible et un risque moindre qu'un titre Aa, qui lui-même a un risque moindre qu'un titre A, etc. Autrement dit, la **valeur ordinale des ratings est attestée** – le travail de triage et de comparaison du risque est bien effectué en moyenne. Par ailleurs, cette échelle ordinale se voit conférer, par observation, une qualité cardinale à travers la révélation de niveaux de pertes associés aux notes ; c'est-à-dire qu'au cours du temps, à une notation donnée correspond un niveau de perte attendue d'environ x % sur y années. Cette correspondance dans le monde cardinal a considérablement aidé au développement de la finance structurée.

Par conséquent, même si des événements ponctuels – dont il ne s'agit pas de minorer l'importance – relancent les débats publics sur l'adéquation des niveaux de *rating*, la seule mesure « réaliste » de la performance des agences – la capacité à trier les risques avec un succès statistique – plaide pour les agences, en tous cas celles qui ont un recul historique. C'est en effet la seule mesure « réaliste », sauf à penser que les agences ne sauraient « se tromper » sur aucun cas particulier – « se tromper » signifiant procéder à des changements de *ratings* massifs non justifiés par l'irruption imprévisible de nouveaux facteurs de risque.

## Le critère de l'indépendance ?

Qu'en est-il du critère de l'indépendance ? Le cœur de la critique porte sur l'existence de conflits d'intérêt qui affecteraient la performance des notations. Le problème est souvent mal posé. Y a-t-il des **conflits d'intérêt** ? Bien entendu. Les conflits d'intérêt sont consubstantiels à une activité dans laquelle les utilisateurs d'un produit ont des intérêts eux-mêmes en conflit (pacifique). C'est d'ailleurs parce que des agents poursuivent des intérêts différents que le mécanisme de fixation des prix peut fonctionner en exploitant l'ensemble des informations disponibles.

Les agences de notation sont payées par les émetteurs de dette. Cela corrompt-il leur objectivité ? Une telle analyse – ou plutôt un tel réflexe – traduit une incompréhension de la nature (certes insolite) de l'activité des agences. Les agences ne sont payées par les émetteurs de dette que parce que ceux-ci estiment que le *rating* sera utile aux acheteurs et vendeurs de cette dette. Si les *ratings* sont considérés comme résultant d'un processus analytiquement corrompu, les investisseurs les ignoreront et donc les émetteurs s'en passeront... Par ailleurs, la solution « magique » de la tarification par les investisseurs plutôt que par les émetteurs de dette ne résiste pas à l'analyse. Pourquoi les investisseurs seraient-ils moins enclins à exercer une influence sur les notations, alors que chaque changement de *rating* affecte potentiellement la valeur de leur portefeuille – un *upgrading* fera plaisir à un investisseur « long » sur un titre, mais pas un *downgrading*...

Aussi, que signifierait en pratique le passage à un mode de tarification pesant sur les investisseurs ? Il y aurait « privatisation » de la notation – ou sortie du domaine public –, sauf à penser que les investisseurs seraient prêts à subventionner l'usage, par leurs concurrents, d'un service qu'ils auront payé. Un jour donné, les nouveaux acheteurs des *ratings* – achèteront-ils d'ailleurs tout le stock ou simplement le flux ? – demanderaient que l'information qu'ils paient soit retirée du domaine public ; des dizaines de milliers de notes « disparaîtraient ». Les lumières des phares s'éteindraient, mais certains auront leur GPS... Il n'est pas certain que la sortie du domaine public des notations serve un intérêt de politique publique évident.

Par conséquent, la question n'est pas tant d'éliminer les conflits d'intérêt qui sont consubstantiels à ce type de positionnement sur le marché de l'information financière, mais **comment les agences gèrent-elles les conflits d'intérêt** ? De ce point de vue, il y a clairement un écart entre la conviction que les agences ont de leur capacité à gérer ces conflits – ne serait-ce que parce qu'elles sont conscientes que leur franchise peut s'évaporer si elles faiblissent – et la perception qu'en ont certains observateurs.



C'est pourquoi, combler l'écart entre conviction et perception, notamment par un effort accru de transparence, est impératif – et certainement compris par la plupart des agences, dont Moody's.

### Le marché fait-il le « tri » sur le marché de la notation ?

Dans une économie de marché, la meilleure manière de savoir si une entité économique (non publique) « fait son travail » convenablement est d'observer sa pérennité. Les entreprises défailtantes dans leur offre sont délaissées par leurs clients, les consommateurs, et réduites à disparaître par sélection naturelle. Est-ce qu'il y a des caractéristiques propres à l'industrie de la notation qui font obstacle au (nécessaire) darwinisme économique ?

Les agences de notation produisent des **standards**, et chacun sait que lorsqu'un standard est « accepté » il est difficile à déloger. La production d'un standard accepté par le marché passe par la reconnaissance d'une performance régulière dans sa qualité, assez longue pour être pertinente – et ne pas trop devoir à la « chance » ou à une configuration cyclique propice. Ces considérations suggèrent un **marché oligopolistique** – il l'est de fait dans une grande mesure avec trois agences importantes et un peu plus du double d'agences de taille et de couverture plus limitée.

Est-ce que la nature de fait oligopolistique de ce marché altère la « sanction du marché » si l'offre de *rating* est jugée défailtante ? On peut en douter. L'exemple des cabinets de commissaire aux comptes est illustratif : le caractère oligopolistique de cette industrie n'a pas empêché Arthur Andersen de disparaître à une vitesse impressionnante. Par ailleurs, dans le passé des agences de *rating* ont subi des sorts comparables.

Une dernière question consiste à se demander *a contrario* si une multiplication des acteurs garantirait l'amélioration des performances en matière d'évaluation du risque de crédit grâce à une intensification de la concurrence ? Deux thèses s'opposent à cet égard : certains estiment qu'une **concurrence** plus forte aurait des vertus, sanctionnant – en les évinçant du marché – celles des agences dont la performance en matière de calibrage de risque serait jugée insatisfaisante ; d'autres redoutent que la concurrence se fasse plus sur le niveau des *ratings* – par inflation – que sur la qualité, laquelle n'est mesurée qu'avec un recul considérable.

#### Encadré 3 : Risque de liquidité \* et crise

« Une vulnérabilité des marchés (...) est l'exposition considérable du système financier au risque de liquidité. Il y a plusieurs définitions de cette notion de risque de liquidité mais, pour l'essentiel, on dira qu'une institution est en risque de liquidité si elle peut être mise en difficulté par une perte de confiance brutale et inattendue de ses prêteurs. Le risque de liquidité d'une institution dépend ainsi à la fois :

- de la maturité de ses dettes : en cas de crise de confiance, à quelle vitesse les déposants ou prêteurs peuvent-ils contractuellement retirer leurs fonds ?
- de la nature des actifs détenus : sont-ils "liquides", c'est-à-dire mobilisables rapidement en cas de besoin sans décote importante ?

(...)

Le risque de liquidité est à l'évidence un facteur considérable de vulnérabilité du système financier et il a d'ailleurs joué un rôle central dans la crise actuelle. En présence de risques de liquidité, des cercles vicieux qualifiés de paniques autoréalisatrices peuvent apparaître. Un prêteur qui sait qu'une institution est en risque de liquidité a intérêt à être le premier à retirer ses fonds s'il craint un mouvement de panique, car la vente à la casse des actifs ou leur utilisation comme collatéral pour obtenir de nouveaux crédits ne permettront pas nécessairement à l'institution en risque de rembourser tous ses créanciers. Non seulement cette crise de confiance autoréalisatrice peut aboutir à la faillite de l'institution concernée, mais la baisse générale du prix des actifs peu liquides et l'aggravation de leur illiquidité fragilisent en retour les autres institutions financières. C'est ainsi le risque de liquidité qui transforme un accident initial dans la chaîne du crédit – une mauvaise évaluation du risque sur les prêts à certains pays émergents (crise asiatique 1997-1998) ou sur les prêts *subprimes* (2007-2008) – en crise systémique obligeant les autorités monétaires et financières à intervenir pour éviter l'enchaînement des faillites bancaires. (...). Un chantier difficile s'ouvre aujourd'hui pour les régulateurs et les associations professionnelles, avec comme objectif de s'assurer que les risques de liquidité présents dans certains fonds soient compris et acceptés par les porteurs de parts. »

\* Une typologie des risques financiers figure dans l'article 6 (encadré 3).

Source : Olivier Davanne, « Régulation et réduction du risque de liquidité », *Risques*, n° 73-74, juin 2008 et <http://www.ffsa.fr>

Certaines agences soutiennent officiellement la première thèse, mais une analogie avec l'industrie bancaire, par exemple, montre que la thèse opposée est également plausible. L'économie bancaire suggère que la concurrence a un effet non linéaire sur la stabilité financière : l'absence de concurrence conduit à une allocation inefficace, et parfois dangereuse, du capital ; à l'inverse, une concurrence acharnée peut conduire à des conditions déraisonnables en matière d'octroi de crédit, notamment à une insuffisante tarification du risque.

## Quand le risque de crédit devient lui-même un produit financier

Si la fonction économique des agences de notation est établie et la manière dont elles remplissent cette fonction attestée statistiquement – pour certaines d'entre elles en tout cas – malgré des « trous d'air » épisodiques, les agences de notation sont confrontées à une transformation considérable de l'environnement financier. Il met à l'épreuve l'adéquation entre leur offre et la demande du marché.

Le système financier actuel se caractérise par la combinaison de cinq forces : atomisation du risque de crédit, éparpillement en raison des moyens accrus de transfert sur les marchés, effet de levier, phénomènes de contagion et prolifération de la comptabilisation en *mark-to-market*. En quoi ces changements ont-ils de l'importance pour les agences de notation ? Parce que les agences pour l'essentiel calibrent du risque de crédit sur une base « fondamentale », c'est-à-dire en se fixant sur la capacité de l'entité émettrice de dette à l'honorer – c'est vrai autant pour les entreprises que pour l'essentiel des produits structurés.

Or, le [risque de crédit devenant une denrée marchande](#) – échangée sur un marché, évaluée au prix du marché.... – les acheteurs et vendeurs sur le marché secondaire n'ont plus les mêmes besoins que les acheteurs/investisseurs qui entendent garder les titres jusqu'à échéance. Ces derniers ont besoin d'une analyse fondamentale, peu sensible aux aléas conjoncturels, et donc des *ratings* aussi stables que possible. Les premiers, quant à eux, sont intéressés au risque de marché en plus du risque de crédit, sont sensibles à l'[aléa conjoncturel](#) et au risque de contagion, sont à la recherche d'une granularité très élevée – supérieure aux 21 crans de Moody's par exemple – et, d'une manière critique, sont [dépendants de la liquidité du marché](#).

Ce dernier élément a joué un rôle déterminant dans la crise de l'été 2007, avec notamment la présomption (fausse) qu'un titre Aaa est par construction liquide. Or, un titre Aaa n'est pas par construction liquide : le *rating* procède d'une analyse de la situation de l'entité émettrice de dette, et non d'une spéculation sur la question de savoir s'il y aura, le moment voulu, le quantum d'acheteurs et de vendeurs potentiels de cette dette sur le marché secondaire. Cela signifie-t-il que l'intérêt économique des *ratings* est paradoxalement érodé par le même phénomène qui en rend l'usage plus étendu, c'est-à-dire l'essor des marchés du crédit ? Probablement pas, mais [l'enjeu pour les agences](#) est de répondre à un besoin du marché sans altérer la qualité première de ce que constitue un *rating*, c'est-à-dire un jugement « simple » et stylisé de risque de crédit, fondé sur une analyse « fondamentale ».

Une solution pour les agences est de travailler sur les différents « moments » statistiques du risque. Le *rating* constitue de fait une moyenne pondérée (de l'impact mesuré en perte attendue) des scénarios économiques et financiers envisageables pour un émetteur donné. Les utilisateurs de *ratings* sont de plus en plus intéressés par le risque de migration (moments d'ordre 2), et certaines agences s'orientent dans cette direction, ainsi que dans l'estimation du risque de liquidité – notoirement compliqué. L'enjeu des prochaines années sera d'arriver à une meilleure appréhension de la volatilité des mesures de risque de crédit, sans compromettre la vertu de simplicité de la notation ni laisser croire à la capacité de mesurer précisément les phénomènes de contagion.

*Cet article invite à revisiter quelques a priori. Il rappelle que la structure oligopolistique de l'offre de notation n'est pas forcément inefficace au plan collectif, l'oligopole présente en effet l'avantage d'assurer à chaque agence une taille suffisante pour se constituer des infrastructures de qualité. Il souligne qu'il n'existe pas d'alternative évidente aux agences : la notation, en tant que bien public, peut certes être produite par une entité publique mais les investisseurs peuvent douter de son impartialité ; or, les marchés financiers se fondent sur la confiance. Il n'y a donc pas de solutions simples pour répondre au besoin d'information des investisseurs. Une piste, suggère l'auteur, serait de progresser vers la publication conjointe d'une estimation du risque de crédit stricto sensu et d'une estimation d'autres risques comme, par exemple, le risque de liquidité. Ceci éviterait la perception (dangereuse) des notations par les investisseurs comme étant des indicateurs synthétiques de risque. Un regret demeure toutefois que cet article n'aborde la question de la notation AAA des produits « toxiques » que sous l'angle du risque de liquidité et non sous celui du risque de crédit ; or, les emprunteurs ont bien été incapables de rembourser leurs emprunts. Cette question de la (sur ?) notation des produits structurés sera abordée dans les articles suivants. (Cahiers de l'évaluation)*

### 8 Des modèles inadaptés ?



Après le point de vue du défenseur des agences de notation, voici celui d'un acteur atypique de la finance, Paul Jorion. Anthropologue de formation, élève de Claude Lévi-Strauss, divers détours l'ont amené à travailler dans le milieu bancaire en France puis aux États-Unis (cf. encadré 1) et à y développer un point de vue critique. Avec son livre publié en 2007, *Vers la crise du capitalisme américain ?*, il a été l'un de ceux qui ont annoncé la crise. Il a notamment tenté d'expliquer pourquoi les agences de notation étaient passées à côté du risque de défaut des produits titrisés, alors que les hypothèses sur lesquelles reposaient ces montages paraissent aujourd'hui grossières : la capacité des ménages à rembourser était, pour une grande partie d'entre eux, médiocre et l'hypothèse d'un non-retournement du marché immobilier à l'échelle américaine plus que sujette à caution. Il revient ci-après, dans ce passage extrait d'un second livre sur la crise publié en 2008, sur les modèles utilisés par les institutions financières et par les agences de notation.

Cahiers de l'évaluation

Auteur de l'article : **Paul Jorion**

« La crise - Des subprimes au séisme financier planétaire », Fayard, 2008

Ce texte n'est pas repris intégralement : des parties de l'article ont été supprimées ou reportées en encadré, les références à des études et les notes de bas de page ont été supprimées. Des encadrés ont été ajoutés par la rédaction, certains reprennent des passages du texte même (encadrés sur fond bleu). Les titres de l'article ci-dessous (en bleu) et les titres des encadrés émanent de la rédaction (ils peuvent éventuellement reprendre un titre d'article).

Paul Jorion, chercheur en sciences sociales, a enseigné dans les universités de Bruxelles, Cambridge, Paris VIII ainsi qu'à l'université de Californie à Irvine. Il a travaillé dans le milieu bancaire en France et aux États-Unis. Il a publié différents ouvrages : *Investing in a Post-Enron World* (McGraw-Hill, 2003), *La crise du capitalisme américain* (La Découverte, 2007), *Le Croquant*, 2009), *L'implosion. La finance contre l'économie : ce que révèle et annonce la crise des subprimes* (Fayard, 2008) et *La crise. Des subprimes au séisme financier planétaire* (Fayard, 2008). Ses deux ouvrages les plus récents sont *L'argent, mode d'emploi* (Fayard, 2009) et *Comment la vérité et la réalité furent inventées* (Gallimard, 2009). Pour en savoir plus, se reporter à son blog : <http://www.pauljorion.com/blog>

#### Notations défaillantes des titres adossés aux prêts hypothécaires *subprime*

Si les prévisions des agences de notation, associées aux grades de crédit qu'elles décernent, restaient d'un rendement passable pour les produits classiques, elles se révélèrent calamiteuses dans le cas des produits structurés, au premier rang desquels se trouvaient les *residential mortgage-backed securities*, et plus particulièrement les *asset-backed securities* (ABS), titres adossés pour certains à des prêts hypothécaires *subprime*, dont la viabilité reposait uniquement sur une hausse constante du prix de l'immobilier résidentiel.

Alors que la qualité des instruments de dette classiques repose sur la solvabilité de leur émetteur, dans le cas des produits structurés, la qualité que la notation exprime est déterminée par la bonne résistance du produit à des « tests de stress » lors de simulations mettant en scène divers scénarios reproduisant des

situations extrêmes observées par le passé. Dans le cas des *collateralized debt obligations* (CDO), produits composites créés, comme je l'ai dit, à partir de « tranches » d'ABS recombinaisonnées, l'évaluation du risque global est calculée à partir de la notation individuelle de chacune de ces tranches.

La crise força les notateurs à revoir – parfois en catastrophe – les grades de crédit attribués à de vastes collections d'instruments de dette et à opérer des dégradations le plus souvent de plusieurs crans d'un coup. Une proportion

importante des ABS de grade AA et A (la meilleure qualité correspondant à AAA) se retrouvèrent ainsi rétrogradée au-dessous de *l'investment grade*, dans la catégorie que l'on appelle familièrement *junk*, autrement dit « camelote ».

### Les modèles des agences sont, dans l'ensemble, bien moins sophistiqués que ceux des émetteurs

La réputation des notateurs souffrit énormément des dégradations massives qu'ils eurent à opérer. Diverses commissions furent mises en place pour tenter de déterminer ce qui avait conduit à ces révisions. La [Securities and Exchange Commission](#) (SEC), l'autorité de tutelle des marchés financiers américains, rendit ses conclusions le 7 juillet 2008 (SEC, *NRSRO Examination Report*). Le rapport qu'elle publia faisait allusion aux déficiences que je viens d'évoquer dans les termes suivants : « ...les données historiques disponibles relatives à ces instruments avaient été enregistrées dans un contexte économique très favorable. En particulier : un climat de croissance économique forte, des taux d'intérêt à leur niveau historique le plus bas, une volatilité très faible de ces taux d'intérêt, et une période où le prix de l'immo-bilier résidentiel augmenta d'année en année de manière constante. Les discussions avec les agences de notation incluses dans l'enquête, ainsi que les documents qu'elles fournirent, mirent en évidence que les paramètres des modèles étaient très rarement réestimés sur la base de données remises à jour » (page 35).

Le rapport révèle incidemment au lecteur que les modèles utilisés par les notateurs dans leurs simulations sont beaucoup moins sophistiqués, dans l'ensemble, que ceux utilisés par les émetteurs d'instruments de dette notés par les agences. La raison de ce déséquilibre s'explique probablement par les salaires beaucoup plus élevés que les établissements financiers accordent à leurs ingénieurs financiers, et qui leur permettent de recruter les meilleurs éléments...

J'ai eu l'occasion d'expliquer, dans *L'Implosion* (cf. encadré 2, *ndlr*), la raison pour laquelle les modèles utilisés par les agences de notation ne sont que médiocrement prédictifs. L'évaluation des prévisions ne repose pas sur le *back-testing*, la comparaison *a posteriori* entre les résultats effectivement observés et les prévisions dont ils avaient fait l'objet (lorsque de telles comparaisons sont faites, les résultats sont généralement très décevants : un modèle prédictif générant des prévisions qui se révélèrent exactes dans plus de 35 % des cas est jugé excellent), mais plutôt sur l'examen statistique de prévisions passées sur la longue durée, où le fait que des périodes de prévisions au rendement extrêmement médiocre ont succédé à des périodes de prévisions au rendement exceptionnellement bon est gommé, ce rendement étant alors agrégé en un chiffre unique qui apparaît comme satisfaisant. Cette alternance de bons et de mauvais rendements trahit bien sûr l'incapacité de ces modèles à cerner le fait que j'ai mentionné plus haut, à savoir que la bonne santé des émetteurs d'instruments de dette dépend essentiellement de celle de leur secteur d'activité.

#### Encadré 1 : Des nuits magnétiques à la finance

« J'étais entré en finance en 1990, la conséquence d'une série de "Nuits magnétiques" que j'avais produites pour France Culture. En 1988, Laure Adler, responsable de l'émission, m'avait appelé et m'avait dit en substance : « J'ai beaucoup aimé ce que vous avez écrit sur les pêcheurs bretons (Jorion 1983, Delbos et Jorion, 1984) pourriez-vous me faire une série d'émissions sur ce sujet ? ». Je lui avais répondu qu'il y avait plusieurs années que je ne m'occupais plus de pêche. « Qu'est-ce que vous faites maintenant ? », m'avait-elle alors demandé. Je lui avais expliqué que j'étais devenu chercheur en intelligence artificielle et elle avait répondu du tac-au-tac : « C'est très intéressant aussi : faites-moi donc quatre "Nuits magnétiques" là-dessus ».

Les émissions ont été programmées en novembre 1988 puis furent rediffusées durant l'été 1989. C'est à cette époque-là que Jean-François Casanova les entendit. Il écrivit à France Culture, expliquant que ces « Nuits magnétiques » l'avaient fasciné et demandant à en rencontrer le producteur. Je lui répondis, sur quoi il m'invita à déjeuner. Nous avons discuté de la théorie du chaos. C'était l'époque où un changement s'opérait dans le secteur bancaire : le personnel des banques était constitué jusque-là essentiellement de **comptables** et **d'économistes**. Avec l'informatisation et la **nécessité de modéliser le fonctionnement des instruments financiers sophistiqués que constituaient les produits dérivés** pour mieux les comprendre, la finance commençait à faire appel à d'autres compétences : **ingénieurs, mathématiciens appliqués ou physiciens**. J'étais un spécialiste de l'anthropologie mathématique, j'avais été ingénieur dans le cadre du projet Connex au laboratoire d'intelligence artificielle des British Telecom, nos conversations s'inscrivaient dans le cadre de ce nouveau climat.

Quand, après plusieurs conversations, – comprenant en particulier un exposé de mes travaux à mon domicile sur mon ordinateur – Jean-François Casanova me proposa de travailler avec lui à la **Banque de l'Union européenne** (groupe CIC), en capacité de **trader**, la remarque présente dans le *Pelto & Pelto* \* me restait encore en mémoire.

Même si mon expérience à venir en finance pouvait un jour se concrétiser en expérience de terrain, elle apparaissait aussi potentiellement comme un authentique changement de carrière. Bien qu'ayant été incapable de trouver un emploi en tant qu'anthropologue durant la période de six ans qui séparait la perte de mon poste d'enseignant à Cambridge (1979-1984) – sur laquelle je reviens plus bas – et l'offre de devenir **trader**, je me sentais une très grande loyauté envers mon maître, Claude Lévi-Strauss, et je tins à l'informer de l'offre qui m'était faite.

**Lévi-Strauss** fut très aimable lors de notre rencontre. Il me dit que je ne devais pas m'inquiéter : que si le choix d'une carrière devait se poser à lui au moment où nous parlions (janvier 1990), il se passionnerait davantage pour les interrogations que soulevaient les fractales plutôt que pour les questions que se posaient alors les anthropologues. Il confirmait par ces mots mon sentiment profond, sentiment forgé durant l'année au cours de laquelle j'avais participé à son séminaire (1969-1970) : que malgré ses dénégations répétées, Lévi-Strauss était le "mathématicien manqué" le plus doué de sa génération. »

\* « *L'Anthropological Research : The Structure of Inquiry*, à la couverture toilée rose bonbon, était connu sous le nom de « Pelto & Pelto », du nom de ses auteurs : Perti et Gretel Pelto. Si j'ai bon souvenir, c'est dans cet ouvrage que se trouvait la remarque que la méthode princeps de l'anthropologie : *l'observation participante* ne pourrait jamais trouver à s'appliquer dans certains contextes. L'exemple qui m'avait le plus frappé dans l'ouvrage était celui des banquiers : **comment un anthropologue pourrait-il se faire accepter dans le milieu de la finance** et se faire considérer comme l'un des leurs par les dirigeants d'une banque ? »

Source : Paul Jorion, « Comment on devient l'anthropologue de la crise », <http://www.pauljorion.com/blog/?p=16019>



Dans le cas de la notation des CDO, les modèles utilisés par les agences font intervenir un nombre très réduit de variables, dont la notation des tranches d'ABS entrant dans la composition des CDO, la durée de vie du produit, le pays émetteur et les corrélations entre les secteurs dont relèvent ces tranches, à savoir prêts hypothécaires, prêts étudiants, prêts automobiles, dettes sur carte de crédit, etc. L'invocation des coefficients de corrélation intervient dans le cadre d'une **théorie économique** classique, celle dite du « **portefeuille** », de Harry Markowitz, qui suppose que moins les comportements des instruments financiers qui constituent un portefeuille sont corrélés (en somme, **plus il est « diversifié »**), **moins il est exposé au risque**. Or, le calcul d'un coefficient de corrélation entre deux processus requiert un très grand nombre de données pour que le chiffre soit significatif d'un point de vue statistique, et repose donc sur l'examen de leur comportement sur de longues périodes. Une implication immédiate en est qu'un changement de corrélation entre deux instruments financiers ne deviendra visible qu'avec un retard considérable. Un changement de régime à l'intérieur d'un ou de deux secteurs dont l'instrument de dette relève demeurera, du coup, longtemps caché, et, durant toute la période au cours de laquelle s'accumulent les données reflétant ce changement de régime, la corrélation ou l'absence de corrélation entre eux sera incorrectement évaluée.

Les modèles utilisés par les agences de notation pour l'évaluation des CDO ne présentent donc un **rendement acceptable que si le comportement des tranches d'ABS qui les composent n'évolue que de manière extrêmement lente**, ce qui n'est nullement le cas dans le cadre de la finance contemporaine. Les méthodes utilisées par les notateurs pour évaluer cette famille de produits structurés sont, en conséquence, particulièrement inadéquates.

### **Un régulateur (la SEC) auquel il est interdit de se prononcer sur la qualité des méthodologies**

Malheureusement, le rapport de la SEC ne parle absolument pas de la qualité des modèles utilisés par les agences de notation, et cela pour une raison légale: la SEC n'a pas compétence pour en juger. Le rapport rappelle en effet qu'« ... il est formellement interdit à la Commission de réglementer "la substance des notations de crédit ou les procédures et méthodologies" par lesquelles les NRSRO déterminent les notations de crédit » (page 31).

Cette interdiction résulte probablement d'un souci de neutralité : **éviter que l'État ne soit à la fois juge et partie** quand, d'une part, il impose à certaines institutions de ne placer leurs avoirs que dans des produits financiers dont *l'investment grade* est certifié et quand, d'autre part, il serait celui qui définit les méthodes permettant précisément d'attribuer ou de refuser cet *investment grade*. Cela signifie toutefois que, dans le contexte présent, **nul n'a la responsabilité de définir les critères que doit remplir un modèle** pour assurer correctement sa fonction : attribuer à un instrument financier une notation reflétant de manière adéquate le risque de crédit qu'il fait courir à son détenteur. Une commission chargée d'établir la validité de modèles financiers prédictifs ne manquera pas d'attirer l'attention sur le contraste existant entre leur faible rendement et la confiance arrogante avec laquelle ils sont utilisés dans la pratique quotidienne.

Le rapport de la SEC concentre du coup son attention non sur la validité des modèles utilisés par les agences de notation, mais sur des questions déontologiques, en particulier sur le conflit d'intérêt résultant du fait que la notation, dont le bénéficiaire est l'investisseur qui acquiert l'instrument, est traditionnellement commanditée par celui qui l'émet. Sur ce type de questions, l'enquête de la SEC n'a en fait mis au jour que des peccadilles, comme le fait que certains analystes des agences de notation étaient informés des commissions perçues lors de certaines évaluations, ou que certains processus d'évaluation étaient insuffisamment documentés, etc.

### **Les tensions entre notateurs et firmes notées**

Très révélateur des tensions auxquelles peut donner lieu le processus de la notation fut l'incident qui opposa un notateur, Fitch, à l'une des firmes évaluées : le rehausseur de crédit MBIA. (...) MBIA est l'un des principaux assureurs d'obligations, spécialité que les Américains appellent plus volontiers monoline, et les francophones, « rehausseur de crédit » (cf. article 3, *ndlr*). Fitch est l'une des trois principales agences de notation, filiale du groupe français Fimalac. Jusqu'en 2007, rehausseur de crédit et notateur vivaient en bonne intelligence. L'un attribuait à l'autre un grade de crédit pour l'ensemble de ses opérations, que ce dernier recherchait. On réalisa en 2008 que la bonne entente entre les parties venait essentiellement du fait que, jusque-là, les grades avaient généralement été bons. Le conflit éclata au grand jour quand s'opposèrent d'une part le souhait du rehausseur de crédit d'obtenir le grade le plus élevé possible, et, d'autre part, le souci du notateur d'apparaître impartial. Quand les notations se mirent à baisser, les rehausseurs rappelèrent que les frais de l'évaluation étant à leur charge, la notation ne devait avoir lieu que s'ils en exprimaient le désir. Or l'acquéreur éventuel de l'instrument de dette souhaitait connaître le risque de crédit qu'il encourait indépendamment de l'envie de l'émetteur que ce risque fût évalué. (...)

La querelle éclata le 7 mars 2008 quand MBIA pria Fitch de cesser de noter certaines de ses filiales. Puisque MBIA rémunérait Fitch pour ce service, l'affaire aurait dû en rester là. Mais la donne avait été modifiée depuis que les notateurs étaient sur la sellette pour avoir décerné des notations qu'ils avaient été obligés de revoir à la baisse au fur et à mesure que la santé de l'immobilier américain se dégradait, et ils entendaient désormais défendre plus activement leur réputation. (...)



## Encadré 2 : Les modèles financiers selon Paul Jorion

« Les régulateurs des compagnies financières américaines autorisent deux types de modèles : ceux dont la scientificité est prouvée et ceux qui correspondent à une "norme sectorielle" (*industry standard*). Il va de soi que si la première catégorie avait suffi, la seconde n'aurait pas été nécessaire : il existe donc des modèles privés de scientificité et dont la garantie ne repose que sur le consensus de l'industrie financière.

Les **modèles financiers "scientifiques"** se composent en général de multiples parties dont le degré de scientificité est, lui, très variable. Un modèle typique comprendra par exemple cinq ou six composantes atteignant un degré de précision qui permettra l'usage de plusieurs décimales, et une dernière dont l'équivalent est le geste bien connu consistant à mouiller son doigt et à le lever pour prendre la direction du vent. On en trouve un bon exemple dans le modèle dit de « Black et Scholes », utilisé pour évaluer le prix d'une option, où la « volatilité implicite », souvent hurlée d'un bout à l'autre d'une salle de marché, est une variable de ce genre, dont – vu son mode de transmission – la valeur ne peut prendre qu'un très petit nombre de décimales ! La précision effective d'un tel modèle "scientifique" dans son ensemble est bien entendu celle de sa composante la plus grossière, fait généralement négligé par ses utilisateurs. On pourrait reprendre ici l'image que François Jacob utilisait à propos du cerveau humain : un moteur à réaction greffé sur une charrette à bras.

Les imperfections des **modèles dits de "norme sectorielle"** sont connues, ce qui n'interdit pas qu'ils soient utilisés à défaut d'une alternative plus satisfaisante. En principe, lorsqu'il existe un modèle "scientifique", celui-ci devrait prévaloir sur tout concurrent correspondant à une « norme sectorielle ». Ce n'est cependant pas toujours le cas. Ainsi, pour un grand nombre d'instruments financiers, la meilleure prévision possible d'un prix est la dernière cotation connue. La chose peut être établie mathématiquement dans certains cas, tandis que, dans beaucoup d'autres, elle pourra être vérifiée empiriquement par l'analyse de séries de données historiques. Il ne s'agit certainement pas d'une prévision impressionnante par son originalité, mais c'est bien celle qui minimise l'erreur, et c'est donc la seule authentiquement « scientifique ». Or, cette prévision n'est jamais utilisée en finance, et la « norme sectorielle » est toujours une formule très compliquée qui produit un chiffre différent ; le raisonnement sous-jacent est, à mon sens, que si quelqu'un bénéficie d'un salaire important en tant qu'ingénieur financier, il doit pouvoir faire mieux qu'affirmer que le prix de demain sera probablement le même qu'aujourd'hui.

Un bon exemple en est fourni par les prévisions relatives à la courbe des taux qui représente le taux flottant correspondant à un prêt à trois mois, six mois, un an, cinq ans, dix ans, etc., et dont, comme je viens de le dire, la meilleure prévision possible est qu'elle se maintiendra telle quelle. La "norme sectorielle", au contraire, est qu'on peut utiliser comme prévision, pour la courbe des taux, la courbe des taux à terme. La courbe des taux à terme est une courbe qui montre ce qu'il en coûte aujourd'hui d'emprunter à terme, c'est-à-dire plus tard. Je vais chez le banquier et je lui dis : "J'aurai besoin d'un million dans un an, que je vous emprunterai pour trois ans. Pouvons-nous en fixer le taux d'intérêt maintenant ?" Si le banquier dit oui et cite un taux, vous aurez fixé le taux à terme pour trois ans, dans un an. Ce que le taux à terme exprime, est ce qu'il en coûte aujourd'hui d'emprunter pour trois ans dans un an ; la "norme sectorielle" consiste à dire que la courbe des taux à terme exprime ce qu'il en coûtera d'emprunter pour trois ans dans un an, ce qui repose sur un malentendu. La confusion réside dans le fait qu'il ne s'agit pas d'un taux fixé dans l'avenir, mais d'un taux fixé aujourd'hui à propos de l'avenir, et sa capacité de prédire celui-ci est en conséquence tout simplement inexistante.

Autre exemple de modèle de "norme sectorielle", le fameux **modèle de Black et Scholes**, mentionné au passage un peu plus haut, utilisé pour la valorisation des options financières. Ce modèle repose sur la supposition que le processus sous-jacent présente une distribution dite "normale" : celle qui correspond à la fameuse représentation de la "courbe en cloche". La distribution "normale" caractérise les processus aléatoires les plus sympathiques car les plus prévisibles, ce que j'appellerais "l'aléatoire apprivoisé" où, par exemple, le "mode", le cas le plus commun, et la "médiane", la valeur qui laisse la moitié (moins elle) des données à sa droite et la moitié (moins elle) à sa gauche, coïncident tous deux avec la "moyenne" – entre autres propriétés accommodantes qui nous facilitent la vie. Cela dit, le fait que le modèle de Black et Scholes suppose une distribution "normale" est un péché véniel par rapport à une **anomalie** beaucoup plus sérieuse et qui aurait dû faire qu'il ne soit jamais utilisé avant que celle-ci ne soit éliminée : ce qu'on appelle le "**sourire**" – du fait que l'anomalie apparaît sous cette forme sur un diagramme –, lequel reflète le fait que la volatilité du produit sous-jacent à l'option présente des valeurs différentes selon le niveau de prix auquel l'option est située par rapport au prix actuel du produit. La volatilité du produit sous-jacent, c'est-à-dire la disposition de son prix à varier, n'a bien sûr qu'une seule valeur, et le phénomène du "sourire" révèle une erreur pure et simple au sein du modèle de Black et Scholes. J'ai eu l'occasion de montrer en 1995 que l'erreur est due au fait qu'il manque une variable au modèle : le profit du "vendeur" de l'option, et que cette dimension manquante se trouve du coup agrégée à la variable "flottante" appelée "volatilité", avec laquelle elle n'a bien entendu rien à voir.

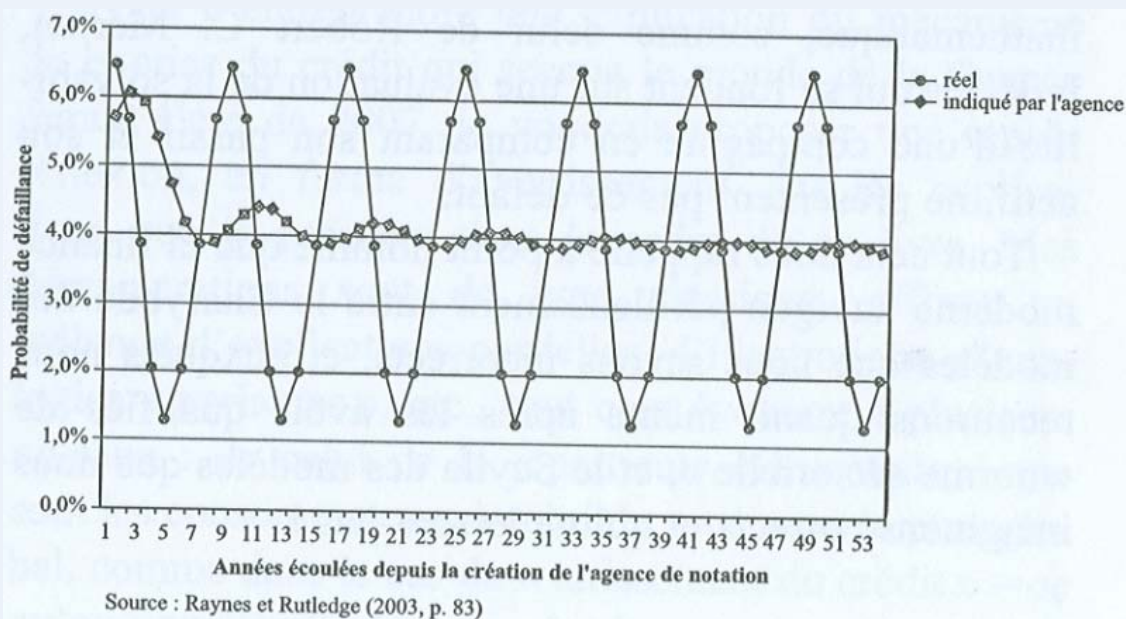
Les deux types de modèles, "scientifique" et de "norme sectorielle", diffèrent pour ce qui touche au risque systémique qu'ils présentent, c'est-à-dire au risque d'effet "boule de neige" qu'ils constituent pour les marchés financiers. Les modèles "scientifiques" ne présentent pas de risque systémique pour la raison suivante : soit ils sont proprement scientifiques, et sont donc exacts, soit ils sont "scientifiques" au même titre que ceux que j'ai évoqués précédemment, où différentes composantes présentent des degrés divers de précision, et chacun des utilisateurs se trompant différemment, aucun effet global n'en résultera. Un **risque systémique** réel existe cependant dans l'usage des modèles dits de "norme sectorielle". Ils ne sont pas scientifiques et, par conséquent, le mécanisme qu'ils supposent est incorrect, mais, du fait qu'ils ont été adoptés par l'ensemble de la branche, tous ses utilisateurs se trompent exactement de la même manière. Le jour viendra où, guidé par le modèle, chacun de ceux-ci posera simultanément le même geste – qui n'est pas celui qui conviendrait –, et un effet global catastrophique en résultera. On a ainsi pu observer, en 2007, qu'un certain nombre de *hedge funds* avaient connu des pertes équivalentes du fait que leurs modèles partageaient la même hypothèse injustifiée d'une absence de corrélation entre différents produits financiers que la détérioration du climat de la finance avait précisément fait réagir à l'unisson ».

Dans une tribune libre du *Wall Street Journal*, Alex J. Pollock, un ancien président et président directeur général de la Federal Home Loan Bank de Chicago, écrivit, en mars 2007 : "Comment ces problèmes ont-ils pu naître, étant donné le pouvoir massif des ordinateurs manipulant des données relatives aux prêts hypothécaires à l'aide de modèles avancés développés par des mathématiciens expérimentés ?" La réponse est bien sûr qu'aucune quantité de puissance informatique ni aucune qualité d'expertise mathématique ne permettront jamais de transformer des observations portant sur le passé en prévisions exactes. Un grand nombre de **modèles se fondent sur l'analyse de comportements passés** et en extrapolent des prédictions pour les comportements futurs. Or, la plupart des formules de prêts hypothécaires offerts aujourd'hui au consommateur sont en fait d'invention récente et ne disposent de **données historiques** que sur une trop faible durée pour permettre une telle extrapolation. L'extrapolation de comportements individuels futurs à partir de comportements individuels passés achoppe également lorsque ceux-ci sont essentiellement déterminés non pas par des traits propres aux individualités, mais par des processus collectifs dont ils font partie et qui les dépassent.

Une illustration empruntée à mon expérience personnelle : on me consulte, à la fin de 2006, à propos d'un système de notation de risque de crédit pour un type particulier d'entreprises. Or, la branche dont il s'agit se caractérise par un profil éminemment cyclique : ce secteur connaît essentiellement une alternance de hauts et de bas. Au lieu de procéder de la manière habituelle, qui consisterait à envisager uniquement les facteurs prédisposant les entreprises à se révéler plus ou moins bonnes payeuses, je fournis à la place une méthode qui permet d'évaluer la bonne santé de la branche dans son ensemble et je recommande de n'envisager qu'ensuite, à partir du pronostic général, la manière dont les cas particuliers se situent par rapport au comportement global du secteur. Je n'ai pas été écouté. Non pas parce que mes interlocuteurs n'auraient pas été impressionnés par la validité de mon argument, ou parce que j'aurais mal expliqué la marche à suivre : non, beaucoup plus banalement parce qu'il n'existe pas de logiciel permettant d'appliquer aisément cette méthode.

Ce n'est évidemment pas de cette **manière**-là que **procèdent les agences de notation (Moody's, Standard & Poor's, Fitch)** qui évaluent le crédit des compagnies et des instruments de dette qu'elles émettent et génèrent, à travers leurs notations des pronostics individualisés de performances futures : elles accumulent les données pour une population spécifique sur les périodes les plus longues possibles, et produisent à partir de là une note individualisée qui équivaut à une probabilité de défaillance, de prépaiement, Le rendement serait relativement bon s'il s'agissait de prévoir des événements rares et aléatoires, c'est-à-dire dont l'occurrence n'est pas influencée par un contexte historique spécifique, par exemple le risque que vous mettiez accidentellement le feu à votre logement ; mais, quand il s'agit d'évaluer, comme dans le cas du crédit immobilier, votre capacité à rembourser sur trente ans un prêt de 600 000 euros consenti pour l'achat d'une maison, le rendement du modèle est faible, parce que cette capacité ne dépend pas uniquement de vous, mais aussi – et de manière déterminante – de ce que sera la conjoncture économique durant ces trente années à venir. Et c'est là que réside le talon d'Achille des agences de notation, etc. (suite page suivante)

Une illustration empruntée au texte des auteurs qui, à ma connaissance, furent les premiers à signaler cette **faiblesse**, Raynes et Rutledge (2003), révèle très clairement sa propension à se transformer en erreur flagrante **lorsque le processus n'est pas purement aléatoire**, ou est cyclique comme dans l'exemple représenté ci-dessous :



Comme je viens de le rappeler, les notateurs récoltent les séries chronologiques les plus longues possibles et, lorsque les observations peuvent se poursuivre, ajoutent consciencieusement les nouvelles à la suite des plus anciennes. Si l'on a affaire à un processus cyclique, voyons ce que le diagramme révèle : tant que l'on en est au début de l'enregistrement des données, une extrapolation à partir des premières observations permet de bien "coller" à la réalité mais, plus la série s'allonge, moins la prévision est bonne. Pis : alors que la qualité de la prévision se détériore manifestement, sur un plan mathématique, son rendement semble s'améliorer par le simple allongement de la série et du fait que la probabilité est définie comme un passage à la limite des fréquences observées. Notons que des modèles de prévision des défaillances beaucoup moins sophistiqués sur le plan mathématique, comme celui de Robert C. Merton, modèles qui se fondent sur une évaluation de la solvabilité d'une compagnie en comparant son passif et son actif, ne présentent pas ce défaut. Tout cela nous rappelle à point nommé que la finance moderne navigue périlleusement entre le Charybde des modèles que nous savons incorrects et auxquels nous recourons quand même après les avoir qualifiés de "norme sectorielle", et le Scylla des modèles que nous imaginons corrects et qui ne le sont pas ! »

Source : Paul Jorion, *L'Implosion*, Paris, Fayard, 2008 (pages 135 à 144)

La nouvelle combativité des notateurs résultait de leur anticipation du jour où l'État américain imposerait par voie législative l'indépendance des notateurs vis-à-vis de ceux qu'ils notent. C'est ce qui explique pourquoi Fitch, frisant la mauvaise foi, répondit : « Non, non : nous continuerons de vous noter. Si c'est une question de prix, ne vous inquiétez pas : nous vous ferons ça pour rien ! » Sur quoi MBIA rétorqua : « Vous êtes bien aimable, mais nous nous sommes mal fait comprendre : on vous dit d'arrêter ! D'ailleurs, rendez-nous nos données ! » Et Fitch de répondre alors : « Nous n'avons pas besoin de vos données : nous disposons d'une source indépendante, et cela ne nous interdira pas de vous noter ! »

Les notateurs s'abstiennent de donner le coup de grâce aux rehausseurs de crédit mais recourent à un subterfuge, publiant désormais, parallèlement à la notation optimiste qu'ils accordaient eux-mêmes, la notation implicite et beaucoup plus médiocre que leur décernaient les marchés par l'intermédiaire des *credit default swaps* (CDS). Ainsi, Ambac et MBIA, qui obtenaient d'eux un grade de crédit AAA, voyaient celui-ci assorti du Caa1 implicite aux CDS dont ils étaient l'objet - notation située dans la partie basse de la catégorie *junk*.

*Paul Jorion confirme les propos de Pierre Cailleteau dans l'article précédent, à savoir que les estimations des agences de notation sont, dans l'ensemble, correctes, sur le passé. Ce sont les innovations financières qui posent problème. Au-delà de ce point consensuel, il souligne la faiblesse des modèles des agences, moins sophistiqués que ceux de émetteurs, ainsi que l'absence de contre-expertise par le régulateur américain, la SEC, les États-Unis ayant considéré jusqu'ici que seule la surveillance des conflits d'intérêts liés à l'activité de notation était de son ressort. La dispute publique entre MBIA et Fitch, relatée en fin d'article, illustre les tensions au sein des agences entre les desiderata de leurs clients et le souci de conserver leur réputation. Notons que Paul Jorion, souvent très critique envers la sphère politique, soutient l'attitude européenne face à la crise : « Tous deux (Angela Merkel et Nicolas Sarkozy) ont pris, dès son déclenchement, la mesure de la crise, tous deux ont affirmé aussitôt que les choses ne pourraient plus jamais être comme avant : qu'il fallait repenser la donne entre investisseurs, entrepreneurs et salariés, qu'il fallait aussi et de manière générale, pour reprendre l'expression du président français, "refonder le capitalisme" <sup>1</sup>. (Les Cahiers de l'évaluation)*

<sup>1</sup> Paul Jorion, « La sortie du capitalisme », *Le Débat*, n° 157, novembre-décembre 2009

### 9 Wall Street trop influent ?



Michael Lewis, journaliste américain, observe Wall Street d'un œil critique. Après un premier livre caustique, *Poker menteur* : l'histoire vraie d'un golden boy, il suit, désabusé, la croissance des banques, l'envolée des rémunérations, note les scandales et attend le krach qui lui semble imminent. Après celui-ci, surpris qu'un directeur de hedge fund peu connu de New York, John Paulson, ait fait des gains importants en pariant à contre-courant, il se demande si d'autres investisseurs sont dans ce cas. Il découvre alors que Steve Eisman et ses collaborateurs, Danny et Vinny, ont eux aussi parié contre les obligations hypothécaires subprimes. Acteurs expérimentés du marché obligataire, parfois jugés hurluberlus, leur lucidité se nourrit de leur inquiétude face à une possible défaillance du système financier : « Sans banques, pas de crédit, sans crédit, pas de commerce, et sans commerce ... eh bien, la ville de Chicago n'avait qu'un jour de réserve de chlore pour son approvisionnement en eau. Les hôpitaux tomberaient à court de médicaments. Tout le monde moderne était basé sur la capacité à acheter maintenant et à payer plus tard »<sup>1</sup>. Michael Lewis raconte leur histoire dans ce nouveau livre, *Le Casse du siècle* (cf. encadré 1) dont sont extraits les passages ci-dessous.

Cahiers de l'évaluation

Auteur de l'article: **Michael Lewis**

Extrait du livre *Le Casse du siècle*, Sonatine édition, 2010

Titre original *The big short*, traduit de l'anglais par Fabrice Pointeau avec la collaboration de Guy Martinolle  
Éditeur original : W.W. Norton & Company Ltd

Le texte ci-dessous reprend des extraits des pages 134 à 137 et 200 à 204. Des notes de bas de page ont été restituées sous forme d'encadré. Les titres de l'article ci-dessous (en bleu) et les titres des encadrés émanent de la rédaction (ils peuvent éventuellement reprendre un titre d'article).

**Michael Lewis** a travaillé comme investisseur, au milieu des années 1980, pour la banque Salomon Brothers, expérience qui lui a donné la matière de son premier livre, *Poker menteur* : l'histoire vraie d'un golden boy (Dunod, 1993). Il est aujourd'hui journaliste à *Vanity Fair*.

Un jour, la femme de ménage d'Eisman, une Sud-américaine, vint le voir et l'informa qu'elle prévoyait d'acheter une maison dans le Queens. « Le prix était absurde et on lui offrait un prêt sans apport à taux flottant », raconte Eisman, qui la convainquit d'opter pour un prêt conventionnel à taux fixe. Après quoi ce fut au tour de la nourrice qu'il avait embauchée en 2003 pour s'occuper de ses jumelles de l'appeler. « C'était une femme adorable originaire de Jamaïque », dit-il. Elle m'annonce qu'elle et sa sœur possèdent six maisons dans le Queens. Je lui demande : « Corinne, comment c'est arrivé ? » C'était arrivé parce que, après qu'elles avaient acheté la première et que sa valeur avait monté, les prêteurs leur avaient suggéré de refinancer et d'accepter 250 000 dollars – qu'elles avaient utilisés pour acheter une deuxième maison. Puis le prix de celle-là aussi avait monté, et elles avaient répété l'expérience. « Au bout du compte, elles avaient six maisons sur les bras, le marché chutait et elles étaient incapables de rembourser. »

Le fait que sa nourrice était soudain en mesure d'obtenir des prêts n'était pas fortuit : comme à peu près tout ce qui se passait entre les emprunteurs et les émetteurs de prêts *subprime*, il était la conséquence des défauts du modèle utilisé pour évaluer les obligations hypothécaires *subprime* par les deux principales agences de notation, Moody's et Standard & Poor's.

1 Citation de Ben Hockett, in *Cornwall Capital*, page 273 du livre de Michael Lewis.

## Absence d'évaluation sérieuse des produits titrisés par les agences

Les grandes banques de Wall Street – Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Citigroup et d'autres – avaient le même objectif que n'importe quelle société industrielle : payer le moins cher possible pour les matières premières (les prêts immobiliers) et facturer le plus possible pour le produit fini (les obligations hypothécaires). Le prix du produit fini dépendait cependant des notes que lui attribuaient les modèles de Moody's et S & P. Et les mécanismes internes de ces modèles étaient, officiellement, un secret : Moody's et S & P prétendaient qu'ils étaient infaillibles. Mais tout le monde à Wall Street savait que les gens qui géraient ces modèles étaient faciles à prendre en défaut. (...) Ils ne mirent pas longtemps à comprendre, par exemple, que non seulement les gens de chez Moody's et S & P n'évaluaient pas individuellement les prêts immobiliers, mais qu'ils ne les regardaient même pas. Tout ce que eux et leurs modèles voyaient, et évaluaient, c'étaient les caractéristiques générales des assemblages de prêts. (cf. encadré 2, *ndlr*).

Leur utilisation des scores FICO était un autre exemple. Les **scores FICO** – ainsi nommés parce qu'ils avaient été inventés, dans les années 1950, par une société nommée la Fair Isaac Corporation – prétendaient **mesurer la solvabilité des emprunteurs** individuels. Le score FICO le plus élevé était de 850 ; le plus bas, de 300 ; la moyenne américaine était à 723. Mais les scores FICO étaient simplistes. Par exemple, ils ne prenaient pas en compte les revenus de l'emprunteur. Et ils pouvaient être bidouillés. Ainsi, un emprunteur potentiel pouvait augmenter son score FICO en acceptant un prêt de carte de crédit et en le remboursant immédiatement.

Mais qu'importait : l'ineptie des scores FICO était une broutille comparée à la **mauvaise utilisation** qu'en faisaient les agences de notation. Moody's et S & P demandaient aux *traders* qui assemblaient les prêts non pas le score FICO de chaque emprunteur, mais le score FICO moyen de l'assemblage dans sa totalité. Et pour répondre aux critères des agences – et maximiser le pourcentage d'obligations triple A créées à partir de n'importe quel assemblage de prêts – le score FICO moyen des emprunteurs devait se situer aux alentours de 615. Il y avait plusieurs moyens de parvenir à cette moyenne. Et c'était là que résidait la grande opportunité. Un assemblage de prêts accordés à des emprunteurs qui avaient tous un score FICO de 615 présentait beaucoup moins de risque d'essuyer de lourdes pertes qu'un assemblage de prêts accordés à des emprunteurs dont une moitié avait un score de 550, et l'autre de 680. Quelqu'un avec un score FICO de 550 était quasiment certain de ne pas pouvoir rembourser, et personne n'aurait dû lui prêter d'argent. Mais la faille dans les modèles des agences de notation permettait l'émission de ces prêts, tant qu'un emprunteur avec un score de 680 pouvait être trouvé pour rétablir l'équilibre et maintenir la moyenne à 615.

### Encadré 1 : *The Big Short* / Le Casse du siècle

« Le titre original de ce livre est *The Big Short*. Pour les lecteurs peu familiers avec les marchés financiers, il faut savoir que l'on peut parier sur la hausse d'une action, d'une obligation ou d'une matière première, mais également sur sa baisse. On vend alors d'abord ce que l'on n'a pas, avec promesse de le livrer dans le temps, et on le rachète (plus bas si l'on a bien anticipé) afin de déboucler sa position : cela s'appelle « être short ».

Ici, *The Big Short* raconte le pari fait, parfois de nombreux mois avant le krach, contre le marché hypothécaire *subprime* américain (c'est-à-dire les créances les plus risquées car émises sur le segment de population disposant des revenus les plus modestes) par un petit nombre d'*outsiders* venus d'horizons divers mais ayant tous la conviction que ce marché s'effondrerait.

Alors pourquoi *Le Casse du siècle* en français ? Parce que les montants en jeu de ces paris furent énormes (plusieurs dizaines de milliards de dollars) et que l'utilisation des options fit **gagner jusqu'à cinquante fois leurs mises** à ceux qui avaient vu juste.

Mais aussi extravagants que soient ces chiffres, ils ne peuvent rivaliser avec ceux du véritable *hold-up* que subira le contribuable américain lors du renflouement des banques.

Michael Lewis, ex-professionnel de Salomon Brothers, a recueilli le témoignage de différents intervenants qui ne faisaient pas partie de l'*Establishment* de Wall Street mais qui ont eu, chacun de leur côté, le pressentiment de ce qui allait arriver. **Pourquoi ont-ils été si peu nombreux à être plus clairvoyants** que les gouvernements et les banques centrales, et à battre des institutions sophistiquées ? C'est ce qu'explique ce livre ainsi que les dysfonctionnements et les faiblesses de ces institutions. Il fait la preuve que, dans un monde globalisé, informatisé, hyper-informé, des individus presque ordinaires, mais têtus et avec un jugement personnel, peuvent battre le consensus. »

Source : préface du livre par Guy Martinolle, cofondateur de Sonatine Éditions, ancien membre du Chicago Mercantile Exchange, ancien manager de *hedge fund*

### Encadré 2 : Témoignage d'un ancien de S & P

« Le 22 octobre 2008, un ancien analyste d'obligations hypothécaires *subprime* de S & P nommé Frank Raiter témoignait devant le Committee on Oversight and Government Reform que le **directeur de S & P** en charge de la surveillance des obligations hypothécaires *subprime* ne croyait pas que les données au niveau des prêts étaient nécessaires, moyennant quoi toutes les demandes de fonds pour construire des bases de données en interne ont été rejetées". Raiter présenta un e-mail du directeur des notations de CDO de S & P, Richard Gugliada, dans lequel Gugliada écrivait : "Toute **demande** d'analyses au niveau des prêts est **TOTALEMENT DÉRAISONNABLE** !! La plupart des émetteurs n'en ont pas et ne peuvent pas en fournir. Néanmoins, nous DEVONS produire une estimation de crédit ... Il est de votre responsabilité de produire ces estimations de crédit et de trouver le moyen d'y parvenir". »

Source : auteur, note de bas de page 217 (le titre est de la rédaction)



## En amont, cela laisse libre cours aux comportements opportunistes des émetteurs et assembleurs de prêts

Où trouver des emprunteurs avec des scores FICO élevés ? Ici encore les salles de marché obligataire de Wall Street exploitèrent une faille des modèles des agences de notation. Apparemment, les agences ne saisissaient pas la différence entre un « score FICO avec un dossier mince » et un « score FICO avec un dossier épais ». Un dossier mince impliquait, comme son nom l'indiquait, un historique de crédit limité. En effet, le dossier était mince parce que la personne n'avait pas souvent emprunté. Les immigrés qui n'avaient jamais échoué à rembourser une dette, pour la simple et bonne raison qu'on ne leur avait jamais accordé le moindre crédit, avaient souvent des scores étonnamment élevés et des dossiers minces. Moyennant quoi une nourrice jamaïcaine ou un cueilleur de fraises mexicain avec des revenus de 14 000 dollars qui cherchait à emprunter trois quarts de million de dollars, lorsqu'ils étaient filtrés à travers les modèles de Moody's et S & P, se retrouvaient soudain utiles. Ils pouvaient améliorer la qualité apparente des assemblages de prêts et augmenter le pourcentage d'entre eux qui seraient déclarés triple A. Le mexicain récoltait des fraises ; Wall Street récoltait son score FICO.

Les modèles utilisés par les agences de notation étaient truffés de failles de ce genre. L'astuce était de les détecter avant les autres – de découvrir, par exemple, que Moody's aussi bien que S & P préféraient les prêts à taux flottant avec des taux d'appel bas aux prêts à taux fixe ; ou que les agences se moquaient de savoir si les prêts étaient accordés sur un marché immobilier en expansion ou sur un marché calme ; ou qu'elles fermaient manifestement les yeux devant la fraude implicite que constituaient les prêts *no docs* ; ou qu'elles ne voyaient pas les « secondaires silencieuses » – ces hypothèques de deuxième rang qui ne laissaient au propriétaire aucun capital dans sa maison et, en conséquence, aucune raison financière pour ne pas donner les clés à la banque et vider les lieux. [Une secondaire silencieuse est un second prêt immobilier utilisé, lors de l'achat d'une maison, pour compléter le premier prêt immobilier. Le prêt est silencieux seulement pour la boîte qui a émis le premier prêt, et qui est moins susceptible d'être remboursée, puisque l'emprunteur est moins susceptible d'avoir le moindre apport personnel dans sa propre maison.] Chaque fois que, à Wall Street, un type astucieux dont le boulot était d'assembler les prêts immobiliers sous forme d'obligations découvrait un nouvel exemple de l'idiotie ou de la négligence des agences de notation, il avait un avantage sur le marché, car plus les assemblages de prêts étaient pourris, moins ils coûtaient cher. Les assemblages de prêts les plus différents possibles, composés principalement de scores FICO très bas et très élevés, étaient une aubaine comparée aux assemblages au sein desquels les scores se concentraient autour d'une moyenne de 615, du moins jusqu'à ce que le reste de Wall Street s'aperçoive de la stupidité des agences de notation et fasse monter les prix. Mais avant ça, la société qui l'avait compris bénéficiait d'un monopole pervers. Elle appelait un émetteur de prêts et disait : « Ne dites rien à personne, mais si vous m'apportez une pile de prêts avec des scores FICO élevés et des dossiers minces, je vous paierai plus que n'importe qui d'autre ». Plus les erreurs des agences de notation étaient énormes, plus il y avait d'opportunités à saisir pour les salles de marché de Wall Street.

## En aval, cela induit des signaux, prix erronés sur le marché des obligations hypothécaires et incite certains opérateurs (dont Steve Eisman) à miser contre les *subprimes*

À la fin de l'été 2006, Eisman et ses partenaires ne savaient rien de tout ça. Tout ce qu'ils savaient, c'était que les banques d'investissement de Wall Street employaient apparemment des gens dont la seule mission était de tromper les modèles des agences de notation. Sur un marché rationnel, les obligations adossées à des assemblages de prêts boiteux auraient dû coûter moins cher que les obligations adossées à des prêts sûrs. Mais le prix des obligations *subprime* était fixé en fonction des notes attribuées par Moody's. Les tranches triple A s'échangeaient à un certain prix, les triple B à un autre, bien qu'il y eût d'importantes différences d'une tranche triple B à une autre. Et comme le prix dépendait des notes de Moody's, les obligations les plus surévaluées étaient celles qui avaient été notées de la manière la plus inepte. Ainsi, si les obligations étaient notées de manière absurde, c'était parce que les **banques de Wall Street dupaient les agences** de notation. « Je n'en reviens pas qu'ils aient le droit de faire ça ! C'est ce que j'ai dû me dire mille fois », se souvient Eisman.



Il ne savait pas exactement comment les agences de notation s'étaient fait bernier. Mais à partir de là, son équipe passa des mois à identifier les obligations les plus surévaluées d'un marché composé d'obligations surévaluées. Au bout d'un mois environ, après qu'ils eurent acheté leurs premiers CDS à Lippmann, Vincent Daniel et Danny Moses se rendirent à Orlando pour assister à un congrès consacré aux obligations subprime. L'événement portait un nom opaque – ABS East – mais il était en fait destiné à une industrie de niche : les types qui émettaient des prêts *subprime*, les sociétés de Wall Street qui les assemblaient et vendaient des obligations *subprime*, les gestionnaires de fonds qui investissaient exclusivement dans les obligations adossées à des prêts *subprime*, les avocats qui faisaient aller savoir quoi. Daniel et Moses croyaient donc rendre une visite de courtoisie à une industrie relativement limitée, mais ils découvrirent exactement le contraire. « Cette industrie faisait vivre tant de gens, explique Daniel. C'est à ce moment que nous avons compris que les départements obligataires des sociétés de courtage avaient été bâtis dessus. »

### Deux autres découvertes : les agences sont en position d'infériorité à Wall Street et des conflits d'intérêts affectent leur activité

C'est aussi à cette occasion qu'ils eurent leur premier contact en face à face avec les agences de notation. Les associés de Greg Lippmann (*trader* de Deutsche Bank qui parie contre les *subprimes*, *ndlr*) leur avaient arrangé un rendez-vous, sous réserve qu'ils ne révèlent pas qu'ils pariaient contre les obligations hypothécaires *subprime*. « Ce que nous étions censés dire, raconte Moses, c'était : "Nous sommes ici pour acheter des titres." Et eux étaient censés penser : "Oh, ils cherchent à acheter des titres parce qu'ils atteignent des niveaux si attractifs". Dans une petite salle de l'hôtel Ritz-Carlton d'Orlando, ils rencontrèrent donc les gens de Moody's et S & P. Vinny et Danny soupçonnaient déjà que le marché des *subprimes* avait sous-traité ses analyses de crédits à des gens qui ne les effectuaient même pas. Et rien de ce qu'ils apprirent ce jour-là ne dissipa leurs soupçons.

Les gens de S & P étaient sur la défensive, mais la femme de chez Moody's s'avéra étonnamment franche. Elle leur expliqua, par exemple, que bien qu'elle fût chargée d'évaluer les obligations hypothécaires *subprimes*, ses patrons ne l'autorisaient pas à déprécier celles qui, selon elle, méritaient de l'être. Elle soumettait une liste d'obligations qu'elle considérait comme surévaluées à ses supérieurs, et recevait en retour une liste de celles qu'elle était autorisée à déprécier. « Elle expliquait qu'elle avait soumis une liste avec des centaines d'obligations dessus et que ses supérieurs n'en avaient conservé que vingt-cinq, sans lui expliquer pourquoi », se souvient Danny. (...)

[Lors d'un autre contact avec les agences de notation, début 2007 à Las Vegas], ce qui le [Eisman] frappa immédiatement – et Danny et Vinny aussi –, ce fut le manque d'envergure de leurs employés : « Vous savez, quand vous pénétrez dans un bureau de poste et que vous vous apercevez qu'il y a une telle différence entre un fonctionnaire et quelqu'un du privé, explique Vinny. Les employés des agences de notation étaient comme des fonctionnaires. » Collectivement, ils avaient plus de pouvoir que n'importe qui d'autre sur le marché obligataire, mais individuellement ils n'étaient rien. « Ils sont sous-payés, déclare Eisman. Les plus intelligents d'entre eux rejoignent les banques de Wall Street afin de pouvoir eux aussi manipuler les sociétés pour lesquelles ils travaillaient auparavant. Le boulot le plus gratifiant pour un analyste devrait être de travailler pour Moody's. Il devrait se dire : "Je n'irai jamais plus haut que ça en tant qu'analyste." Mais à la place, c'est le fond ! Personne n'en a rien à foutre que Goldman [Goldman Sachs, *ndlr*] aime les titres General Electric. Alors que si Moody's déprécie le titre GE, c'est toute une histoire. Alors pourquoi le type qui bosse chez Moody's veut-il bosser pour Goldman Sachs ? C'est l'analyste de Goldman Sachs qui devrait vouloir aller chez Moody's. Ça devrait être prestigieux. »

#### Encadré 3 : Taux de défaut ... de 5 % prévu à 40 % réalisé !

« À Las Vegas, ils rencontrèrent aussi David Wells, qui gérait les prêts *subprime* pour une société nommée Fremont Investment & Loan. Wells affirma, lui aussi, qu'il s'attendait à ce que les pertes tournent aux alentours de 5 %. En septembre, neuf mois plus tard, Fremont annonçait que 30 % de ses prêts *subprime* étaient en défaut. Ses assemblages de prêts enregistreraient plus de 40 % de pertes – c'est-à-dire que, même après avoir vendu les maisons qu'elle avait saisies, la société avait perdu près de la moitié de l'argent qu'elle avait prêté. »

Source : auteur, note de bas de page 203 (le titre est de la rédaction)

Toute l'industrie reposait sur les agences de notation, mais les gens qui y travaillaient appartenaient à peine à l'industrie. Quand ils arpentaient les couloirs, on aurait pu les prendre – et encore – pour des commerciaux subalternes de Wells Fargo ou des larbins dans des sociétés de prêts telles qu'Option One : des types qui bossaient derrière un bureau. Ils portaient des costumes à Vegas, ce qui vous disait la moitié de ce que vous deviez savoir à leur sujet ; l'autre moitié, vous l'appreniez du prix des dits costumes. À peu près tous les autres étaient habillés en *business casual* ; seuls quelques types vraiment importants portaient des costumes italiens à 3 000 dollars. (L'un des mystères du mâle de Wall Street est qu'il ne connaît rien à la couture mais peut tout de même vous dire en un clin d'œil combien coûte le costume d'un autre mâle de Wall Street.) Les types des agences de notation portaient des costumes bleus de chez J.C. Penney, avec des cravates trop bien assorties et des chemises juste un peu trop apprêtées. Ce n'étaient pas des gens importants, et ils ne connaissaient pas les gens importants. Ils étaient payés pour évaluer les obligations de Lehman, Bear Stearns et Goldman Sachs, mais n'auraient pu ni les nommer ni donner la moindre information importante sur les types de Lehman, Bear Stearns et Goldman Sachs qui gagnaient des fortunes en exploitant les failles des modèles des agences de notation. Ils paraissaient en savoir assez pour justifier leur boulot, et rien de plus. Ils semblaient timides, craintifs, et allergiques au risque. Comme dit Danny, « on ne les voyait pas aux tables de craps ».

#### Encadré 4 : Les sonneurs d'alerte ne sont pas entendus

« À la fin mai (mai 2007, après plusieurs mois de baisse de l'indice des obligations *subprime*, *ndlr*), les deux principales agences de notation annoncèrent qu'elles révisaient leurs modèles d'évaluation des obligations *subprime*. Charlie et Jamie engagèrent un avocat pour qu'il appelle Moody's et leur demande, puisqu'ils allaient évaluer les obligations *subprime* à partir de critères différents, s'ils allaient aussi baisser la note des quelque 2 000 milliards de dollars d'obligations déjà évaluées. Moody's ne pensait pas que c'était une bonne idée. (...) »

"À la fin mars 2007, nous étions quasiment sûrs que l'une des deux hypothèses suivantes était vraie, explique Charlie. Soit le jeu était complètement truqué, soit nous avions complètement perdu la tête. L'escroquerie était si évidente qu'il nous semblait qu'elle avait des implications pour la démocratie. Nous avons vraiment eu peur. "Ils connaissaient des journalistes qui travaillaient au *New York Times* et au *Wall Street Journal*, mais leur histoire ne les intéressa pas. Un ami du journal les mit en relation avec la Division de contrôle de la SEC, mais ça ne donna rien non plus. Dans leurs bureaux de Lower Manhattan, les gens de la SEC les reçurent et écoutèrent, avec politesse." (...) Mais ils ne connaissaient rien aux CDO ni aux titres adossés à des actifs. On leur a expliqué ce qu'on faisait, mais je suis quasiment sûr qu'ils n'ont pas compris." La SEC ne donna jamais suite. »

Source : auteur, extrait des pages 210 et 211 (le titre est de la rédaction). Charlie et Jamie sont, avec Ben, les dirigeants de Cornwall Capital, société de gestion de fonds dont ils sont les seuls investisseurs. Comme Steve Eisman, ils parient contre les obligations hypothécaires sur l'immobilier.

C'est à Vegas qu'Eisman comprit une chose : « Tous les trucs qui me souciaient, les agences de notation s'en fichaient. Je me souviens que j'étais assis là à me dire : Bon sang, c'est vraiment pathétique. Vous le savez quand vous êtes en présence de quelqu'un de supérieurement intelligent : vous le sentez. Quand vous êtes assis avec Richard Posner [le juriste], vous savez que c'est Richard Posner. Quand vous êtes assis avec les agences de notation, vous savez que ce sont les agences de notation. " À en juger par leur comportement, toutes les agences de notation ne pensaient qu'à une chose : maximiser le nombre de titres qu'elles évaluaient pour les banques d'investissement de Wall Street et engranger les commissions. Moody's, jadis une société à responsabilité limitée, avait été introduite en Bourse en 2000. Depuis, ses revenus avaient explosé, passant de 800 millions de dollars en 2001 à 2,03 milliards en 2006. Une grande proportion de cette croissance – plus de la moitié, à coup sûr, même si Eisman ne parvint jamais à découvrir exactement combien – provenait de la partie obscure de la finance immobilière connue sous le nom de finance structurée. Le meilleur moyen d'avoir le *business* des fabricants de produits structurés était encore de valider leurs hypothèses. "Nous posions à tout le monde les deux mêmes questions, se souvient Vinny. Comment voyez-vous l'évolution des prix de l'immobilier, et comment voyez-vous l'évolution des pertes liées aux prêts ?" Les deux agences répondirent qu'elles s'attendaient à ce que les prix de l'immobilier montent et à ce que les pertes liées aux prêts soient aux alentours de 5 % – ce qui, si elles disaient vrai, signifiait que même les obligations hypothécaires *subprime* qu'elles avaient le moins bien noté, les triple B, rapporteraient de l'argent. "C'était comme si tout le monde s'était à l'avance mis d'accord sur 5 %, déclare Eisman. Ils disaient tous 5 %. Il y avait un parti et il y avait une ligne du parti." (cf. encadré 3, *ndlr*). Ce qui stupéfia Eisman, c'est qu'aucune des personnes qu'il rencontra à Vegas ne semblait s'être posé la moindre question. Ils faisaient ce qu'ils faisaient sans trop y réfléchir.

## Et si Fitch Rating, le challenger, avait joué une partition différente ?

C'est à Vegas que l'attitude d'Eisman et de ses associés envers le marché obligataire américain se radicalisa une bonne fois pour toutes. Comme le dit Vinny, « C'est là-bas que nous nous sommes dit : "Nom de Dieu, il ne s'agit pas juste de crédit. C'est une pyramide de Ponzi dissimulée." À Vegas, la question qui les turlupina cessa d'être : Ces gens du marché obligataire savent-ils quelque chose que nous ignorons ? Et elle fut remplacée par : méritent-ils simplement d'être mis à la porte ou faut-il les envoyer en prison ? Se font-ils des illusions ou savent-ils ce qu'ils font ? Danny estimait que la plupart des personnes de l'industrie étaient aveuglées par leurs intérêts et ne voyaient pas les risques qu'elles avaient créés. Mais, selon Vinny, qui avait toujours une vision plus sombre des choses, « c'étaient des abrutis et des escrocs, mais les escrocs étaient plus haut placés ». Les agences de notation étaient tout en bas de l'échelle, et les personnes qui y travaillaient ne semblaient réellement pas savoir à quel point elles s'étaient fait bernier par les grandes banques de Wall Street. Leur réunion avec Fitch Rating, la troisième et plus petite agence de notation, resta gravée dans la mémoire de Vinny. « Je sais que vous ne comptez pas pour grand-chose, déclara-t-il, aussi poliment que possible. Il y a ces deux grosses boîtes que tout le monde écoute et puis il y a vous. Si vous voulez exprimer une opinion – et vous faire remarquer –, pourquoi ne pas faire les choses à votre manière et être la seule honnête des trois ? » Il croyait que les braves gens de Fitch Rating verraient où il voulait en venir et peut-être qu'ils ricaneraient nerveusement. Mais, à la place, ils semblèrent presque vexés. « Ils ont joué les innocents, se souvient Vinny. C'était comme s'ils ne comprenaient pas de quoi je parlais. »

### Encadré 5 : Conclusion du Sénat américain sur les agences de notation (rapport Levin, avril 2010)

« Le sous-comité du Sénat américain chargé d'analyser les causes de la crise financière (Subcommittee on Investigations on « Wall Street and the Financial Crisis », présidé par le sénateur Carl Levin) a étudié pendant dix-huit mois les pratiques des agences de notation américaines (Credit Rating Agencies–CRA) entre 2002 et 2007 et leur impact sur le déclenchement, puis la diffusion de la crise financière. Son rapport, diffusé fin avril 2010, établit les conclusions suivantes :

- entre 2004 et 2007, les CRA ont utilisé **des modèles d'évaluation inadaptés** aux produits complexes et porteurs de risques tels que les Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) ou les Collateralized Debt Obligations (CDO). Le rapport souligne également l'absence de clarté dans le choix des critères de notation et dans leur application, ainsi qu'une « compréhension incomplète » des produits par les analystes des agences ;
- au-delà des carences des modèles utilisés, **les agences ne pouvaient pas ignorer les fraudes aux prêts immobiliers**, distribués sans contrôle, et de l'existence d'une bulle immobilière, ce qui aurait dû les conduire à réviser à la hausse les risques associés aux produits financiers adossés à ces prêts ;
- conscientes de la progression de ces risques depuis juillet 2006, les CRA ont toutefois attendu juillet 2007 pour appliquer de **nouveaux modèles de notation** plus sévères. Cet ajustement soudain, massivement appliqué aux marchés des RMBS et de CDO, a entraîné leur effondrement, puis la contamination à la baisse d'autres marchés ;
- enfin, **les CRA ont subi une pression financière de leurs clients** pour accorder des notations favorables. Entre 2002 et 2007, années de large diffusion des produits toxiques, les CRA auront ainsi enregistré des profits records, qui atteindront 6 milliards de dollars pour l'année 2007. »

Source : Marianne Thiery, « Renforcement du cadre de régulation des agences de notation aux États-Unis », note de l'ambassade de France aux États-Unis, 16 septembre 2010

*Les signaux d'alerte émis par Steve, Danny et Vinny en direction de Fitch Rating, de journalistes ou de la Security Exchange Commission (cf. encadré 4), ne seront pas entendus et, quand le marché des subprimes s'effondrera, ils toucheront les dividendes financiers de leur pari. Avec le recul, ces « tranches de vie » apparaissent comme des éléments à verser au dossier car les intuitions des protagonistes ont été corroborées par différents rapports, notamment celui du Sénat américain (cf. encadré 5). Au-delà des petites phrases se devine le drame de l'expertise quand les EXPERTS (des agences de notation) ont des moyens plus faibles que ceux des EXPERTISES (les émetteurs). Dans le monde financier, comme dans d'autres univers où le besoin d'expertise et de contre-expertise se fait sentir, les ressources entraînent les compétences, les moyens techniques, l'information, a contrario l'absence de ressource débouche souvent sur l'à-peu-près, l'erreur, voire même sur la collusion. Ce tandem dangereux, émetteur-agence, a été stigmatisé par le sénateur américain Carl Levin qui n'a pas hésité à dire, à propos de Goldman Sach, « comme des pollueurs qui mettent du poison dans une rivière, ils ont intégré des produits risqués dans notre système financier et l'ont pollué » et, à propos des agences de notations financières, « avec leur triple A [elles] ont fait croire que cette eau était potable ». (Cahiers de l'évaluation)*

### ⑩ Des investisseurs peu perspicaces ?



Reconnu comme l'un des meilleurs experts de l'économie financière internationale, Michel Aglietta, est aussi membre du conseil scientifique de l'Autorité des marchés financiers, le superviseur français des marchés financiers. Il revient dès le printemps 2008, avec deux co-auteurs, Ludovic Moreau et Adrian Roche, sur la crise financière de l'automne précédent, en soulignant qu'elle constitue une remise en cause de la finance mondiale sans précédent depuis la dernière guerre. Au centre de cet article se trouve le phénomène de titrisation, déployé grâce à la coopération des agences de notation avec les banques d'investissement pour offrir de nouveaux produits aux marchés financiers. Après une analyse technique de la titrisation qui, opérant dans l'opacité des marchés de gré à gré, a permis une diffusion massive de produits toxiques, les auteurs s'interrogent : pourquoi les investisseurs et les agences de notation n'ont-ils pas correctement évalué les risques liés aux portefeuilles contenant des subprimes ?

Cahiers de l'évaluation

**Auteurs de l'article : Michel Aglietta, Ludovic Moreau et Adrian Roche**

« De la crise financière à l'enjeu d'une meilleure évaluation des crédits structurés », <http://congres.afse.fr>, avril 2008

Le texte n'est pas repris dans son intégralité. Les titres de l'article (en bleu) sont ajoutés par la rédaction (ils peuvent reprendre un titre de l'article). Les titres des encadrés sont également ajoutés par la rédaction. Certaines références d'études ont été reportées en notes de bas de page ou supprimées. Certaines parties du texte ont été reprises en encadré.

**Michel Aglietta** est professeur de sciences économiques à l'université de Paris-X Nanterre, membre de l'Institut universitaire de France, conseiller au CEPII et à Groupama Asset Management. Il a été également membre du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre (de 1997 à 2003). Ses travaux portent depuis plusieurs années sur l'économie et la régulation des marchés financiers. Il a notamment publié en 2009 *Crise et rénovation de la finance* et en 2010 *Crise : par ici la sortie*.

**Ludovic Moreau** et **Adrian Roche** appartiennent, comme Michel Aglietta, à *Economix*, laboratoire de recherche de l'université Paris-Ouest Nanterre-La Défense et du CNRS (UMR 7235). Ludovic Moreau est l'auteur d'une thèse de doctorat intitulée « Agences de notation et architecture financière internationale » soutenue en septembre 2009 à l'université Paris-Ouest Nanterre-La Défense.

#### Accélération des dégradations de subprimes fin 2007

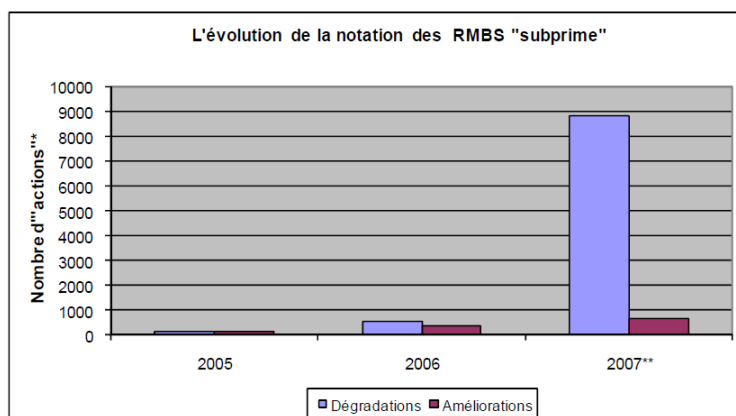
Toute dégradation brusque d'une note constitue un échec pour les agences, que l'on mesure à l'ampleur et à la rapidité de la dégradation. Mais la notation est avant tout relative : un ou quelques cas isolés aussi peu glorieux soient-ils ne sauraient fournir un réquisitoire sans appel tant que la notation conserve une pertinence dans son ensemble<sup>1</sup>. Si les agences ont lancé des signaux d'alarme au sujet du marché immobilier américain dès le début 2006, c'est en 2007 que s'est mise en place une vague d'actions correctives. Par lui seul, le nombre des mouvements de notes est un point critique. Pour conserver sa pertinence, la notation doit être stable.

<sup>1</sup> Certes, des cas comme Enron ou Parmalat sont loin d'être passés inaperçus. La remise en cause qui s'en suivit ne pouvait cependant pas être directe, comme le montre l'action réglementaire américaine. Les agences furent assez rapidement isolées de l'action post-Enron en raison de leur position externe et de la confiance qu'elles apportaient aux documents comptables. Les parlementaires n'étaient pourtant guère satisfaits de voir les agences s'en sortir indemnes. Un processus plus large de réflexion et de réforme du statut des agences s'est alors enclenché et a abouti à la signature du 2006 Credit Rating Agency Reform Act.

Quand la notation dans son ensemble peut souffrir une ou quelques « erreurs de notation » graves, un nombre conséquent d'erreurs bien plus mineures peut aboutir à une remise en cause plus sourde mais plus fondamentale. Le graphique suivant illustre le caractère exceptionnel de la correction à l'œuvre sur les titres structurés directement adossés aux prêts hypothécaires américains de qualité douteuse (*Subprime Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS)). Il concerne les trois agences principales (Moody's, S & P et Fitch).

Les dégradations en masse de l'année 2007 ont été annoncées par à-coups : avril et surtout juillet-août puis octobre. On peut même parler de huit journées allant de pair avec des annonces de changements méthodologiques. Un tel mouvement de correction n'est pas allé sans exacerber un processus de défiance de la part des investisseurs. Amorcé dès le début 2007, il devint critique à partir de l'été 2007 (AMF (2008, tableau 2 p. 16, annexe 1 p. 27 et graphique 13 p. 24)).

Or, l'engouement pour les titres adossés à des portefeuilles de crédits hypothécaires américains de qualité douteuse était en partie lié à un type d'actif bien précis : les CDO, qui peuvent se structurer à l'aide de crédits de nature variées, dont les RMBS. Devant l'ampleur du « choc initial » décrit ci-dessus, les agences pouvaient difficilement éviter une reconsidération des évaluations de ces produits. Celle-ci vint surtout à partir d'octobre 2007.



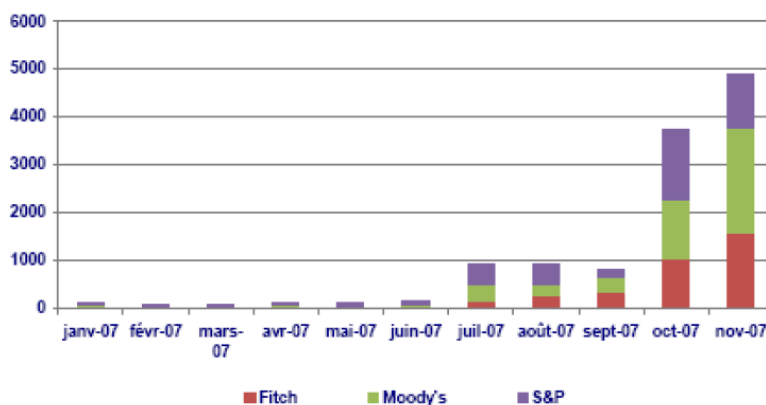
Source : AMF (2008, Tableau 1p10); \* : avis de reconsidération (*outlook*) ou réel changement  
\*\* : novembre et décembre 2007 exclus

### Quelles sources d'erreurs ?

Il n'a pas fallu attendre un tel mouvement d'autocorrection pour que le rôle accru des agences dans le champ du financement structuré leur attire un certain nombre de critiques plus ou moins fondées<sup>2</sup>. Celles-ci ont reçu un écho sans précédent pendant la période de crise, à en juger tant par son succès éditorial que par le relais que divers responsables politiques lui ont fait<sup>3</sup>.

Le retournement qui vient d'être décrit serait à la mesure de la nonchalance avec laquelle les agences auraient noté les produits structurés en question. L'accusation est assez grave pour qu'on réserve une présomption d'innocence ne serait-ce que jusqu'à la fin des enquêtes réglementaires en cours<sup>4</sup>.

Evolution du nombre de tranches de produits structurés (CDOs) dégradées par les agences



Source : AMF (2008, encadré 4 p. 17)

On peut néanmoins réfléchir à un certain nombre de biais ayant pu induire les agences à commettre une telle erreur.

2 À titre d'exemple, voir Partnoy (2005) ou Mason & Rosner (2007).

3 Dès juillet 2007, Moody's a même eu à subir l'amorce d'une procédure de *class action* de la part d'une partie de ses actionnaires au motif que la notation du financement structuré telle qu'elle avait été réalisée constituait une erreur de gestion portant atteinte à la valeur actionnariale. McGraw & Hill, la compagnie parente de son principal concurrent (S&P), a été l'objet d'un dépôt de plainte similaire en août 2007.

4 Dès septembre 2007, le Congrès américain a tenu une session d'auditions concernant le rôle des agences de notation dans la crise du financement structuré. La Security and Exchange Commission américaine a été interrogée sur son application du Credit Rating Agency reform Act de 2006 ainsi que sur l'adéquation de cette législation. Son président a déclaré être dans une période de collecte d'information et a alors révélé une conception assez étroite de son activité de contrôle (Senate (2007)). À la même époque, la Commission européenne a demandé au Comité européen des régulateurs de marchés boursiers (CESR) d'étendre sa consultation sur l'application des codes de bonne conduite par les agences de notation au rôle et aux enjeux des notations du financement structuré (voir CESR (2008)).



Une réponse basique consiste à mentionner l'appât du gain. Les grandes agences étant rémunérées par les émetteurs des titres depuis les années 1970, cette accusation est réactivée à chaque épisode de mauvaise presse. Elle trouve cette fois une prise plus affirmée au motif que la complexité des émissions aurait induit plus de [collusion](#) entre les rares grandes banques d'investissement responsables de la structuration des portefeuilles de crédits et les trois grandes agences adressant la plupart des notes finales. L'hypothèse d'un comportement bassement opportuniste de la part des agences est cependant assez lourde pour qu'on cherche à la dépasser. Il faut de plus noter que des [agences entièrement payées par les investisseurs n'ont pas eu un bilan des plus parfaits dans leur anticipation de la crise de 1929](#) (Harold, 1938, chapitres 6-10).

On débouche alors sur la mise en cause d'un certain nombre de manquements concernant les risques cachés dans les modèles d'évaluation utilisés. Du risque d'[auto-corrélation](#) des actifs titrisés à ceux venant de [courts historiques](#) de données, il est pourtant difficile d'isoler le biais cognitif des agences d'une certaine convention de marché. Lorsqu'on reproche aux agences un [aveuglement face aux risques annexes](#) (légaux, de contreparties), n'a-t-on pas tôt fait de découvrir la nécessité de faire évoluer les pratiques de l'ensemble des intervenants ? (...). Enfin, on peut voir une illustration de la force de cette convention de marché dans [l'attitude passive des régulateurs](#). De manière significative, dès 2005, un rapport du comité sur le système financier mondial identifiait de tels risques tout en attirant l'attention sur les difficultés avec les Manufactured Housing ABS. On a la preuve qu'un organe réglementaire était capable assez tôt de saisir bien des enjeux tout en notant une illustration historique des dynamiques à craindre. Pourtant, il n'y a guère eu d'action significative. D'ailleurs, le même rapport se réjouissait de l'absence d'un biais conservateur de la part des agences face à l'innovation financière (BIS (2005, 2 p. 24, 3-4 p. 27 et appendix 5 p. 51)).

### [Revisiter la notation et s'interroger sur la responsabilité des investisseurs](#)

Il n'est pas anodin qu'un réquisitoire plus appuyé cherche précisément à dépasser ce niveau de critique pour dénoncer l'approche des agences de manière plus fondamentale. En effet, dans le cas d'un portefeuille de crédit titrisés, la structure de capital est fixe et contrainte à l'univers du risque de crédit. Produire *ex-ante* une évaluation se voulant stable, voire « à travers le cycle », est une tâche bien plus difficile que dans le cas d'une structure flexible comme une entreprise. On peut même considérer une telle pratique comme regrettable (Mason & Rosner (2007, pp. 34-47))<sup>5</sup>. De manière moins véhémement, on peut retenir la nécessité d'une réactivité plus accrue (l'approche des agences amenant un biais en faveur de la stabilité) et d'une signalisation plus claire du changement de nature de la notation (échelle distincte).

Du reste, la principale leçon est que le développement de la notation du crédit titrisé a introduit une forte tension dans le système de notations que tentent de produire les agences. Consistance globale (géographique et selon les types de titres de crédits) et consistance temporelle (enjeu de la stabilité des notes) en sont les valeurs cardinales. Elles ont souffert, comme les mouvements d'autocorrections en font l'aveu. Si l'on estime les agences coupables d'avoir abusivement passé sous silence cette tension, l'ampleur de la remise en cause dont elles font l'objet est déjà une belle réprimande. Avec le processus visant à faire évoluer la notation des collectivités locales américaines, on voit bien que la crise de confiance a d'ailleurs vite fait d'atteindre la [consistance du système des agences](#) dans son ensemble.

Il faut enfin et surtout ne pas oublier que ce système n'a jamais été qu'une [production d'un acteur privé](#) et, par là même, soumis à caution. À trop discuter d'une erreur de notation propre au champ du financement structuré, on risque de ne dénoncer que des erreurs basiques de management que les agences ont pu commettre lors de la gestion de l'essor de la notation du financement structuré. Les enquêtes réglementaires en cours auront tôt fait d'y remédier, si ce n'est les agences elles-mêmes de manière préemptive. Avec la question des conditions d'existence d'une telle erreur, on touche au cœur du problème, à savoir une forme de démission de la part des utilisateurs finaux de la notation.

La seconde partie de ce texte a permis d'introduire la forme de [contrôle](#) qui aurait pu s'exercer de la part des [investisseurs](#), tout en mentionnant que si elle venait à manquer, c'était aux [régulateurs](#) d'y remédier. Réfléchir en termes d'utilisateur final de la notation amène une mise en responsabilité bien plus directe des régulateurs

---

5 Si l'argument vaut pour un portefeuille de crédit titrisé « simple » (RMBS), il jette par ailleurs encore plus de suspicion sur la notation de produits titrisés plus complexes comme les CDO.

financiers. De manière extensive, les notes des agences ont été introduites dans les règles de contrôle du monde financier <sup>6</sup>.

Or, un tel recours aux notes des agences n'a jamais débouché sur une réelle forme de contrôle *a priori* (monitoring). Il n'existe [pas de suivi de la consistance du système de notation](#). Par delà une remise en cause des agences de notation, il faut donc surtout réfléchir à une manière plausible de favoriser une telle activité de monitoring. Créer un organisme public s'en portant garant aurait pour risque de ne guère favoriser une utilisation responsable et informée des notes. Si la réunion des régulateurs boursiers internationaux a cherché à formaliser les pratiques de bonne conduite des agences en un code (IOSCO (2004)), on peut se demander si son organisation du processus d'harmonisation des standards de communication financière (IFRS) ne pourrait pas déboucher vers la création d'une base de données globale regroupant l'ensemble des notes concernant des titres émis sur des marchés de titres (IOSCO (2007, p. 7)). Une base de données globale et publique à tout utilisateur de se saisir de son rôle d'observateur du système que font les notations dans leur ensemble. Il ne s'agit de rien d'autre que de [centraliser et d'archiver une information par nature publique](#). L'enjeu est de le faire de manière systématique et ainsi de permettre à tout utilisateur de la notation de juger de la pertinence d'une note.

Une telle perspective n'est viable que pour des agences rémunérées par les émetteurs. Pourtant, on peut aussi rechercher un renforcement de l'activité de notation rémunérée par les investisseurs. Dans l'univers des analystes financiers, la distinction entre les analystes *sell side* (côté émetteurs) et *buy side* (côté investisseurs) est fondamentale (Goshen & Parchomovsky (2004)). Au cœur des dernières initiatives américaines concernant les agences se dessine une politique de concurrence concernant le marché mondial de la notation. Le *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006 a pour volonté de servir la concurrence dans le marché de la production des notes en désignant de « nouveaux entrants » comme les égaux des grandes agences devant l'utilisation réglementaire des notes. La SEC a pourtant d'abord désigné des agences étrangères relevant du même *business model* que les grandes agences avant d'adouer une agence rémunérée uniquement par les investisseurs (Egan Jones, en décembre 2007). De plus, si une telle instrumentalisation de la désignation réglementaire peut combattre la concentration dont le marché de la notation fait preuve, sa portée reste limitée. Devant l'enjeu de rééquilibrer ce marché entre les deux manières de produire les notes, une perspective plus prometteuse serait d'inclure une distinction dans la multitude des règles financières se reposant sur les évaluations des agences. Il faut que ces règles mentionnent la nécessité d'utiliser à la fois la note de l'agence rémunérée par l'émetteur et celle produite par une agence dénuée d'un tel contrat.

Ce retour sur la délégation réglementaire n'est pas motivé par un arrière-plan idéologique concernant la notion de conflit d'intérêts mais par le constat d'une certaine démission des utilisateurs finaux de la notation. Une telle action servirait une politique globale de la concurrence minimale ayant pour objectif de rendre le marché de la notation plus équilibré. La réforme des institutions que sont ces agences ne doit pourtant pas faire oublier l'enjeu le plus important qui est de responsabiliser l'utilisation des notes produites. La création d'une base de données mondiale sous l'égide de l'IOSCO servirait un tel but. Poser les bases d'une utilisation plus responsable des notes serait un pas vers des investisseurs plus à même de relever le formidable défi de l'évaluation du risque de crédit.

*La défaillance des agences est patente dès lors que les dégradations de notes se succèdent en cascade... ce qui s'est produit avec les titres structurés adossés aux prêts hypothécaires américains. Certains suggèrent que ces derniers-nés de l'ingénierie financière n'auraient été créés que pour satisfaire des stratégies d'investisseurs orientées par des obligations prudentielles incluant des notations des agences. Il y a là matière à réfléchir à l'utilité de tels produits. En tout état de cause, la défaillance des agences est aussi celle des investisseurs et des régulateurs. Ils n'ont rien vu ou rien voulu voir. Comment faire pour éviter une réplique ? Impliquer les investisseurs est l'axe principal des réformes proposées ici. Il faut leur donner les moyens de se forger leur propre opinion en les informant correctement sur les éléments sous-jacents aux produits structurés. Les auteurs suggèrent, pour cela, de créer des bases de données des notations sous l'égide de l'IOSCO. Ils préconisent aussi de favoriser la création d'agences financées par les investisseurs, afin de diversifier les méthodes d'évaluation, par exemple en y faisant référence dans les règles financières. En revanche, ils sont réservés quant à un changement radical du business model des agences.  
(Cahiers de l'évaluation)*

---

<sup>6</sup> Certains ont d'ailleurs fini par assimiler l'essor des crédits structurés à une pure logique d'arbitrage face à de telles règles avec, du côté de l'offre, les règles d'évaluation de leur bilan influant sur le comportement des banques et, du côté de la demande, les règles de contrôle des gestionnaires d'épargne créant une demande pour des titres de crédit maximisant le rapport note élevée/rendement (ex. ERISA).

### 11 Une responsabilité juridique inopérante ?



*L'écosystème des agences de notation est américain. Ce sont des sociétés de droit américain, elles sont enregistrées auprès du régulateur américain et leur marché historique est aux États-Unis. Leur régime de responsabilité est donc essentiellement défini par la jurisprudence américaine. Or, en droit américain, les agences de notation sont protégées par le 1<sup>er</sup> amendement de la Constitution : les agences produisent des opinions et non des avis qui engagent leur responsabilité. Dit autrement, entre le risque de diffuser des notations fausses et celui de restreindre l'expression des agences, le régulateur américain a choisi le premier. Mieux vaut laisser circuler des informations erronées que de brider le droit à la libre parole. Ceci n'a rien pour surprendre dans le contexte culturel du Nouveau Monde mais est-on bien aujourd'hui sur le terrain de la liberté d'expression des individus ?*

*Cahiers de l'évaluation*

**Auteur de l'article : Pierre-Henri Conac**

« Le droit et la note : la problématique de la prise en compte du droit par les agences de notation (financière et non financière) »,

Programme de recherches « Attractivité économique du droit », UFR Sciences juridiques, université de Paris-X Nanterre, 1<sup>er</sup> juin 2007

*Le texte n'est pas repris dans son intégralité : les titres de l'article (en bleu) sont ajoutés par la rédaction (ils peuvent reprendre un titre de l'article). Les notes de bas de page ont été supprimées.*

**Pierre-Henri Conac** est professeur de droit commercial et des sociétés à l'université du Luxembourg. Il est également rédacteur en chef de la *Revue des sociétés* (Dalloz) et participe à l'*European Company and Financial Law Review* (ECFR).

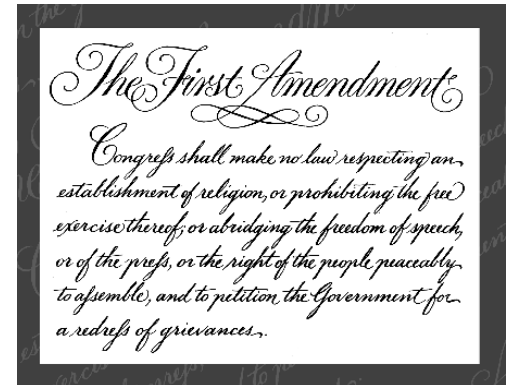
Les agences de notation ne sont pas à l'abri d'erreurs dans l'attribution d'une note à une émission de titres de créances ou lors d'une révision de cette note, que ce soit au préjudice des investisseurs ou des émetteurs. Par exemple, les principales agences de notation évaluaient la dette d'Enron au niveau *investment grade* quatre jours encore avant son dépôt de bilan (qu'en est-il de leur responsabilité ?)

#### Responsabilité en droit américain

→ À l'égard de l'émetteur dans le cadre d'une relation contractuelle

Dans le cadre d'une notation sollicitée par l'émetteur, un contrat lie ce dernier à l'agence de notation. Généralement, un émetteur peut souhaiter engager la responsabilité contractuelle d'une agence de notation en raison d'une dégradation de la note. Il existe toutefois un exemple inverse d'action en justice pour attribution d'une note favorable. En effet, en 1993 et 1994, le très riche comté d'Orange, situé dans l'État de Californie, avait émis des titres de créances notés par Standard & Poor's pour un montant de 500 millions de dollars. Or, le trésorier du Comté avait pris des paris très spéculatifs sur une poursuite de la baisse des taux d'intérêt alors que ceux-ci s'apprêtaient au contraire à remonter. Le Comté avait dû se placer en faillite dans ce qui a été la plus importante faillite d'une municipalité aux États-Unis. Le Comté reprochait à Standard & Poor's d'avoir donné une note favorable alors que la situation financière du Comté était très dépendante d'un pari spéculatif, ce qui avait permis les émissions finançant ces opérations et finalement aggravé le passif.

La mise en jeu de la responsabilité contractuelle d'une agence de notation pour faute dans l'exécution du contrat est soumise au droit de l'État fédéré applicable au contrat. En effet, le droit des contrats relève de la compétence des États fédérés et non de l'État fédéral américain. Le régime applicable à la responsabilité des agences varie donc selon chaque État. Néanmoins, toute action contre une agence de notation en responsabilité contractuelle se heurte au [Premier amendement de la Constitution américaine](#) qui reconnaît une liberté de parole très étendue à toute personne. Ainsi, l'émetteur doit établir que l'agence de notation a avancé un fait erroné (*false statement*) de manière malveillante (*actual malice*), c'est-à-dire soit avec une connaissance du caractère erroné de l'affirmation, soit avec une indifférence totale quant à la réalité des faits (*reckless disregard of truth*). L'indifférence totale quant à la réalité des faits implique d'établir que l'agence de notation avait clairement conscience du caractère probablement erroné des faits qu'il avançait. Une simple absence d'enquête ne suffit donc pas à engager la responsabilité de l'agence. Ce standard s'applique lorsque la personne concernée est une personne connue (*public figure*) ou lorsque le sujet porte sur un sujet d'intérêt public (*matter of public concern*). Or, la note attribuée par une agence est normalement destinée à être largement diffusée auprès du public. Le standard s'applique donc.



Ainsi, les agences de notation bénéficient du même standard de protection que celui qui a été forgé pour les [journalistes](#) afin de favoriser le débat dans une société démocratique. En application de ce standard, il est très difficile de pouvoir engager la responsabilité d'une agence de notation. (...)

Les [poursuites font souvent l'objet d'une transaction](#). Ainsi, dans l'affaire du Comté d'Orange, après qu'un tribunal a accepté d'examiner l'affaire pour l'émission intervenue en 1994 en notant que la protection accordée par le Premier amendement n'est pas absolue, Standard & Poor's a accepté de verser une somme de 140 000 dollars au Comté d'Orange pour mettre fin aux poursuites. Cette transaction indique que la mise en jeu de la responsabilité d'une agence n'est pas impossible. La pratique des transactions, très courante aux États-Unis, rend toutefois difficile de déterminer l'état exact du droit en ce domaine.

#### → À l'égard des tiers (investisseurs) dans le cadre d'une responsabilité délictuelle

Par ailleurs, ce sont aussi les [investisseurs](#) qui ont acheté des titres de créance en s'appuyant sur l'opinion fournie par une agence, qui se plaignent d'une erreur de celle-ci. Un cas envisageable serait la baisse de cours d'un titre de créance à la suite de la découverte d'une manipulation des comptes ou d'une évaluation trop favorable de l'agence sur les capacités de remboursement de l'émetteur. Dans ce cas également, la possibilité pour les investisseurs d'agir en responsabilité est très limitée.

Tout d'abord, les plaignants se heurtent au même obstacle constitutionnel qu'en cas d'action en responsabilité contractuelle. En effet, le Premier amendement s'applique aux actions contractuelles et délictuelles. Cet obstacle est déjà en soi très difficilement surmontable.

Même s'ils arrivaient à lever cet obstacle, d'autres éléments rendent le succès d'une action en responsabilité improbable. En effet, le droit de la responsabilité civile des États fédérés implique généralement d'établir l'existence d'un devoir de l'agence de notation envers le public justifiant que la [responsabilité pour faute](#) (*negligent misrepresentation*) de la première puisse engager envers le second. Le droit de l'État de New York est particulièrement exigeant en ce domaine puisqu'il exige un lien de droit étroit (*privity*) entre l'agence de notation et le plaignant. En droit de l'État de New York, le plaignant doit prouver que l'agence savait que sa notation serait utilisée par l'investisseur pour un objectif particulier (*particular purpose*), que l'investisseur était une personne connue de l'agence de notation et, enfin, que le comportement de l'agence avait créé un lien avec l'investisseur, d'où l'on peut déduire qu'il s'appuierait sur l'opinion. En substance, il faut établir un lien personnel étroit qui distingue l'investisseur de la masse du public susceptible d'utiliser une notation dans ses décisions d'investissement. Cette situation ne peut concerner que des cas particuliers. Cette [jurisprudence protectrice](#) a évidemment pour objet, [comme le Premier amendement, d'encourager la diffusion d'informations dans le public](#).

#### → À l'égard des tiers (investisseurs) dans le cadre du droit boursier fédéral

Toutefois, les obstacles sont tout également nombreux dans ce cas. En application de la règle 10b-5 de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'équivalent américain de l'Autorité des marchés financiers (AMF), les

Investisseurs ayant acheté des titres peuvent agir contre toute personne pour fraude. Il est tout d'abord nécessaire d'établir une fraude de la part de l'agence de notation, ce qui implique que cette dernière a publié une opinion dans le but de tromper, manipuler ou frauder le public. Une telle situation semble très théorique.

De plus, l'investisseur doit établir qu'en l'absence de cette opinion, les investisseurs n'auraient pas acquis les titres (*transaction causation*) et que celle-ci a causé la perte subie par l'investisseur (*loss causation*). Une telle preuve est très difficile. Dans le domaine comparable des opinions émises par des analystes financiers, la jurisprudence s'est d'ailleurs montrée très restrictive. Des investisseurs ayant acquis des actions de sociétés technologiques, peu de temps avant l'éclatement de la bulle, avaient engagé une **action collective** (*class action*) contre Merrill Lynch en raison de la publication d'analyses financières qui auraient été biaisées par des conflits d'intérêts. La Cour d'appel fédérale, pour le second circuit, a estimé que les plaignants devaient établir que l'éventuelle fraude commise par l'analyste, qui consisterait dans le fait de ne pas avoir révélé le conflit d'intérêt, avait causé une baisse du prix de l'action (*loss causation*). Cette approche restrictive du lien de causalité a été confirmée quelques mois plus tard après par un arrêt de la Cour suprême, rendu à l'unanimité. Cette importante décision a été rendue dans le cadre d'une action contre une société pour des déclarations inexactes mais l'analyse du lien de causalité est transposable aux analystes financiers et aux agences de notation.

Ainsi, aux États-Unis, il n'y a eu que très peu d'affaires où des agences de notation ont été poursuivies, et encore moins avec succès (cf. quelques exemples en encadré 1, *ndlr*). Il y a donc une particularité surprenante du système américain en ce qui concerne les agences de notation au regard de l'intensité contentieuse qui règne aux États-Unis. La situation est théoriquement plus favorable aux plaignants en France.

#### Encadré 1 : Exemples de contentieux dans lesquels sont (ou ont été) impliquées les agences de notation

(1) « Moody's est l'objet d'une enquête du ministère de la Justice, pour concurrence déloyale, et d'un procès intenté par le **district scolaire de Jefferson County** dans l'État du Colorado. En 1993, cette collectivité, refusant de solliciter Moody's, demanda à la petite agence Fitch Investors Services de noter son émission d'obligations. En réplique à l'affront, Moody's décerna une note "non sollicitée" (ou "note sauvage"), et bien entendu mauvaise, ce qui rendit l'émission impossible. Pour l'agence de notation, il ne s'agissait pas là d'un chantage, mais d'un service rendu au public et couvert par le Premier amendement de la Constitution, qui garantit le droit à la libre expression. Le procédé revient pourtant à dire : "Payez-nous, sinon cela vous coûtera cher." Autrefois, les revenus des agences provenaient essentiellement des usagers de leurs notations. Désormais ce sont les notés qui paient pour l'être. Les émetteurs ont certes le droit de s'adresser à une agence moins connue, voire celui de ne solliciter aucune notation. Mais ils courent le risque de se voir infliger une note "non sollicitée"... D'où le raisonnement de bon sens qui prévaut : solliciter une notation et la payer coûte moins cher qu'une prime de risque rendue nécessaire par une mauvaise note non sollicitée. »

Source : Ibrahim Warde, « Les maîtres auxiliaires des marchés - Ces puissantes officines qui notent les États », *Le Monde diplomatique*, numéro de février 1997, <http://www.monde-diplomatique.fr/1997/02/>

(2) « Le gendarme de la Bourse américaine passe l'éponge, mais c'est la dernière fois. Au terme de plusieurs mois d'investigations, la **Securities and Exchange Commission (SEC)** a annoncé mardi soir qu'elle **renonçait à poursuivre** l'agence de notation Moody's pour avoir dissimulé en 2007 des **erreurs manifestes de notation** portant sur 1 milliard de dollars de CPDO (*constant proportion debt obligations*), qui s'étaient vu faussement attribuer un **rating** Aaa à la suite d'une erreur informatique. Le gendarme de la Bourse invoque des **incertitudes** sur sa compétence juridique pour ces comportements imputables au comité de notation de Moody's, qui s'est réuni en Europe, mais elle souligne qu'il n'en sera plus de même avec la réforme de Wall Street votée à la mi-juillet. **Il est crucial que des organismes de notation reconnus au niveau national prennent les mesures nécessaires pour s'assurer de la validité de leurs déclarations et de la mise en place de contrôles internes suffisants sur les procédures utilisées pour déterminer ces notations**, estime la SEC, sans cacher que la nouvelle **loi Dodd-Frank lui donnera désormais pleine compétence juridictionnelle pour poursuivre ces comportements**, y compris en Europe. Selon son rapport, il ne fait aucun doute que Moody's a sciemment dissimulé à ses clients une erreur de codage informatique qui l'avait conduit à relever de 1,5 à 3,5 crans les notes attribuées à une douzaine de produits CPDO, dérivés de *credit default swaps* (CDS), commercialisés en Europe. Malgré la découverte du problème par un analyste de Moody's le 24 janvier 2007, le comité de notation européen de la firme, réuni à Paris et à Londres en avril 2007, a choisi de ne pas dégrader les titres concernés afin de ne pas **nuire à sa réputation**. Ce n'est qu'en janvier 2008 que Moody's a commencé à déclasser les produits en reconnaissant ses erreurs en interne. Mais il faudra attendre la publication d'un article dans le *Financial Times* révélant publiquement les erreurs de notation en mai 2008 pour que l'agence limoge trois de ses employés, y compris deux membres du comité qui avaient failli aux règles de vigilance. »

Source : Pierre de Gasquet, « La SEC fustige Moody's, mais renonce à poursuivre », *Les Échos*, 2 septembre 2010

(3) « Le plus gros fonds public de retraites des États-Unis, **CalPers**, a attaqué en justice les trois principales agences de notation financière, les accusant d'avoir produit des notes « inappropriées » sur des produits financiers à risque, affirme mercredi le *New York Times*. Le fonds californien reproche aux agences Moody's Investors Service, Fitch Ratings (groupe Fimalac) et Standard & Poor's, dans une plainte déposée devant un **tribunal de San Francisco**, de lui avoir fait perdre jusqu'à 1 milliard de dollars en lui fournissant **des rapports biaisés et négligents**. Les trois agences avaient émis des rapports "positifs" et attribué leur plus haute note (AAA) à des structures financières de type SIV (*structured investment vehicles*) adossées à des prêts immobiliers à risque. CalPers avait investi, en 2006, 1,3 milliard dans ces produits, dont la valeur allait par la suite être réduite quasiment à néant, et exige désormais **réparation des dommages subis** pour un montant non précisé. Les **notations** des agences **se sont avérées largement inappropriées et déraisonnables**, estime CalPers, qui juge que les méthodes utilisées par les agences pour leurs études "contenaient d'importants défauts dans leur conception, et étaient appliquées de manière incompétente". Le fonds critique ainsi **les conflits d'intérêts** auxquels sont confrontées les agences, qui comptent parmi leurs clients des sociétés qui émettent les titres, dettes et produits financiers qu'elles évaluent, ajoute le journal. »

Source : « Un fonds de retraite poursuit des agences de notation », *Agence France-Presse* Washington, publié le 15 juillet 2009 sur le site <http://lapresseaffaires.cyberpresse.ca/>



## Encadré 2 : Exemples de recours en justice aux États-Unis suite à la crise

### 1. Les *Foreclosuregate* : des saisies immobilières jugées illégales faute d'un transfert adéquat des droits de propriété

« La Cour suprême du Massachusetts a invalidé vendredi deux saisies immobilières effectuées par les banques Wells Fargo et US Bancorp, estimant que les deux établissements n'avaient pas prouvé qu'ils détenaient les crédits immobiliers afférents au moment de la procédure. Ce jugement pourrait exposer le secteur bancaire à une cascade d'annulations de saisies. En attendant, une coalition d'importants fonds de pension menée par le contrôleur général des Finances de New York, John Liu, vient de sommer Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase et Wells Fargo de lancer immédiatement une enquête indépendante sur leurs pratiques de prêts immobiliers et de saisies ».

Source : « Les saisies immobilières de Wells Fargo et de US Bancorp invalidées », *Les Échos*, 10 janvier 2011

### 2. Des banques (en orange) accusées de fraudes par les investisseurs (en vert) qui leur demandent le rachat des produits toxiques

« L'investisseur bénéficie d'un **recours si un prêt intégré dans l'un de ces titres est frauduleux** : il peut alors exiger de le faire remplacer au sein du titre par un crédit de bon aloi. Jusqu'ici les plaintes ne ressemblaient que de "petits porteurs" dans ce que les Américains appellent des **class action** : des plaintes déposées par des regroupements de consommateurs, et les recours s'étaient enlisés dans un borborygme juridique. Tout a changé la semaine dernière quand des plaintes ont cette fois été déposées par d'authentiques poids lourds. Il s'agit dans le premier cas d'une alliance entre **PIMCO**, le plus important **fonds obligataire américain** (membre du groupe d'assurance allemand Allianz), **BlackRock**, un **gestionnaire de fonds**, héritier en particulier de certains produits toxiques de l'assureur AIG, et de la **Federal Reserve Bank of New York**, sortant du rôle de neutralité que l'on attend de la part d'une des composantes de la Federal Reserve, la banque centrale américaine. Dans le second cas, il s'agit rien moins que de la **Federal Housing Finance Agency**, le **régulateur des Government-Sponsored Entities**, **Fannie Mae** et **Freddie Mac**, qui a contacté un cabinet d'avocats, Quinn Emanuel – dont on précise qu'il n'a pas de clients dans le secteur bancaire – en vue de se préparer à intenter des actions en justice. Les GSE viennent d'ailleurs de réclamer une rallonge de 6 milliards de dollars aux 148 milliards que leur soutien a déjà coûté. Un chiffre a été avancé la semaine dernière pour le coût total probable du sauvetage des GSE : 363 milliards de dollars. La **cible commune** de tous ces intervenants : les **banques qui ont tirisé les crédits** et qui demeurent responsables de la qualité de ces crédits regroupés en MBS et en ABS. Est visée tout particulièrement **Bank of America** qui avait racheté au moment de sa chute, en juillet 2008, **Countrywide**, jusque-là le principal organisme de crédit hypothécaire aux États-Unis. Ne sont pas épargnées non plus des banques à la réputation moins sulfureuse, telle **Wells Fargo**, la grande banque de San Francisco. L'évaluation du coût total pour les banques d'actions en justice contre elles couronnées de succès, varie entre 55 et 179 milliards de dollars. (...) Pourquoi la FRNY (**Federal Reserve Bank of New York**) se retrouve-t-elle en position de plaignante ? Parce que, quand fit faillite, en mars 2008, Bear Stearns, à l'époque 5<sup>e</sup> banque d'investissement de Wall Street (Lehman Brothers était elle 4<sup>e</sup> et devait tomber six mois plus tard), JP Morgan récupéra les restes de la firme mais bénéficia d'une aide substantielle de la part de la Fed. Comme legs du sauvetage, la FRNY hérita du cadeau empoisonné que constituaient les produits financiers toxiques en possession de Bear Stearns, des ABS essentiellement. »

Source : Paul Jorion (pauljorion.com), 25 octobre 2010

« **Bank of America** solde son contentieux avec **Freddie Mac** et **Fannie Mae** (...). La solution est financièrement douloureuse pour Bank of America (Bofa) mais elle lui permet de mettre un terme au contentieux qui l'opposait à Fannie Mae et Freddie Mac. Accusée par ces deux organismes parapublics de financement immobilier de leur avoir vendu par le biais de sa filiale **Countrywide Financial** des prêts immobiliers pourris sur la base de mauvaises informations, la première banque américaine a accepté de leur verser 2,62 milliards de dollars (près de 2 milliards d'euros) pour les racheter. Cet accord permet à Bofa de s'exonérer de toutes les plaintes potentielles contre 787 000 prêts d'un montant nominal de 127 milliards de dollars, attribués avant 2008 par Countrywide à Freddie Mac. Il solde aussi d'éventuelles poursuites liées à 18 000 prêts immobiliers d'un montant nominal de 4 milliards de dollars accordés à Fannie Mae. (...) *C'est un accord clairement positif qui réduit les risques* liés aux prêts hypothécaires, concluent les analystes de Citi. Une vision partagée par les marchés, le titre de Bank of America progressant hier de plus de 5 % en fin de journée. Cependant, *le problème le plus important pour Bank of America reste la taille potentielle des demandes de rachat de prêts par les autres organismes* soulignent ces analystes. Après qu'un groupe d'investisseurs incluant les fonds **Pimco** et **Blackrock** ainsi que la Fed de New York, ont exigé de Bank of America en octobre qu'elle rachète 47 milliards de dollars de titres hypothécaires qu'elle leur avait vendus, c'était la semaine dernière au tour de **l'assureur américain Allstate** de porter plainte contre la première banque américaine pour tromperie sur la qualité de produits financiers liés à des prêts immobiliers. »

Source : Ninon Renaud, « Bank of America solde son contentieux avec Freddie Mac et Fannie Mae », *Les Échos*, 4 janvier 2011

## Encadré 3 : La SEC et le FBI traquent les délits d'initiés commis ces dernières années

« Une étude vient de révéler que, sur longue période (1999-2008) certains *hedge funds* obtiennent des **cabinets de lobbying** des **informations privilégiées** et non publiques sur des **entreprises qui vont bénéficier du vote de lois par le Congrès** \*. Ainsi, ces fonds "connectés au Capitol" sont plus actifs que les autres sur les sociétés et secteurs les plus à même de bénéficier de changements réglementaires, et notamment juste avant que ces derniers soient promulgués. Contrairement aux autres *hedge funds* sans lien avec les **lobbies**, les **fonds alternatifs initiés** enregistrent chaque mois sur les actions de groupes qui vont profiter du passage de futures lois des **performances supérieures** de 1,6 % à 2,5 % par rapport aux rendements qu'ils obtiennent sur les autres valeurs qu'ils ont en portefeuille. Un avantage considérable, qui est d'autant plus important que ces sociétés sont peu connues et peu suivies par les autres analystes de Wall Street ou *hedge funds*. Les performances significatives qu'ils retirent de leur connections justifient largement les **risques de se faire prendre, inexistant** jusqu'ici, et les sommes engagées, modestes. En effet, ils ont versé 21 millions de dollars aux cabinets de **lobbying** sur la période contre 7,9 milliards versés par les sociétés, qui elles cherchent à influencer sur les futures lois à la différence des fonds alternatifs qui eux ne s'intéressent qu'à leur futur contenu... Les autorités américaines sont bien conscientes de ces dérives et vont ainsi bientôt **voter une loi** au titre évocateur et sans la moindre ambiguïté : **Stop trading on Congressional knowledge** ("**Interdiction de traiter à partir des informations du Congrès**"). En effet, jusqu'ici, la réglementation sur les délits d'initiés avait curieusement écarté de son champ d'application les informations sur les futures lois du Congrès. Une brèche dans laquelle se sont engouffrés des fonds. Dorénavant, sera interdit à quiconque de négocier des actions et titres sur la base d'informations non publiques qu'ils obtiendraient du Congrès, de ses membres ou cabinets de **lobbying**. Ce qui va pénaliser les performances de certains "hedge funds" ou gérants traditionnels, qui avaient pris l'habitude d'obtenir indûment des "tuyaux". D'ailleurs, ces derniers ont senti le vent tourner et ont nettement réduit leurs pratiques douteuses vers la fin de la période de l'étude. »

\* Meng Gao, Jiekun Huang, « Capitalizing on Capitol Hill: informed trading by hedge fund managers », National University of Singapore, novembre 2010

Source : Nessim Ait-Kacimi, « Hedge funds et lobbies : des liaisons coupables », *Les Échos*, 22 novembre 2010

#### Encadré 4 : La SEC et le FBI traquent les délits d'initiés commis ces dernières années (suite)

« Depuis quelques jours, le FBI et la SEC multiplient perquisitions et assignations auprès de gérants de *hedge funds*. (...) À Wall Street, des voix s'élèvent toutefois pour reprocher au gendarme de la Bourse américaine de faire du zèle. D'avoir une lecture trop extensive du **délict d'initié** -une notion définie par la seule jurisprudence en droit américain – lorsqu'elle considère que les **experts vendant à des opérateurs de marchés des informations privilégiées sur des entreprises cotées** exercent une activité répréhensible. Après tout, ces pratiques sont inévitables et de bonne guerre pour des fonds d'investissement dont la mission est de réaliser des performances bien supérieures à la moyenne, estiment les défenseurs de Wall Street. La fin justifie les moyens, en quelque sorte. Mais ce point de vue fait peu de cas du **principe selon lequel, sur des marchés organisés, l'ensemble des investisseurs doit disposer simultanément d'informations équivalentes**. C'est évidemment à la justice qu'il reviendra *in fine* de trancher. Mais, en attendant, on peut difficilement se plaindre que la SEC soit plus intrusive aujourd'hui, quand on voit les ravages provoqués par des années de régulation et de supervision défailtantes sur le cœur financier de la planète. »

Source : François Vidal, « La ligne jaune », *Les Échos*, 25 novembre 2010

« Dans une mise en scène dont les autorités américaines ont le secret, le **département de la Justice** aux États-Unis (DoJ) a publié hier soir les résultats d'une vaste campagne d'enquêtes policières et de poursuites engagées contre 532 personnes morales ou physiques, accusées d'avoir causé quelque **10,4 milliards de dollars de pertes auprès d'une population de 120 000 victimes**. L'opération "Confiance brisée" (*Operation Broken trust*) est la première du genre outre-Atlantique. Elle a rassemblé, sous la houlette du DoJ, l'ensemble des organisations chargées de la répression des fraudes, du **FBI** aux gendarmes de la Bourse, en passant par les enquêteurs du fisc et des services de la Poste américaine. Établi par le président des États-Unis, Barack Obama, cet impressionnant ensemble s'est mis à la tâche le 16 août. Avec, en bout de course, 87 personnes condamnées à des peines de prison, dont plusieurs de plus de vingt ans. Dans la longue liste de fraudes identifiées par les autorités américaines, on compte nombre de "schémas de Ponzi", par lequel un escroc finance les intérêts dus à ses investisseurs avec l'argent des nouveaux venus, des opérations sur le marché des changes et beaucoup de détournements par le biais de fausses informations. Par cette initiative, le groupe de travail dédié à la répression des fraudes financières envoie un message fort, a lancé le ministre de la Justice américaine, Éric Holder. Au public, nous disons : "faites attention aux fraudes, prenez les mesures appropriées pour vous protéger et informez les autorités compétentes des infractions dès qu'elles surviennent". Et à quiconque opérant ou tentant d'opérer une fraude financière, nous disons : "tromper les investisseurs avec leur revenu et leur épargne n'est plus une activité sans risque – nous utiliserons tous les outils à notre disposition pour vous trouver, vous arrêter et vous traduire en justice." L'opération constitue la plus importante campagne répressive contre les grands escrocs (*scam artists*) dans l'histoire de l'Amérique. »

Source : Mathieu Rosemain, « Une fraude à 10 milliards démasquée aux États-Unis », *Les Échos*, 7 décembre 2010

## Responsabilité en droit français

### → À l'égard de l'émetteur dans le cadre d'une relation contractuelle

La **responsabilité contractuelle** des agences de notation n'est pas soumise à un régime particulier. Il est donc d'abord nécessaire de qualifier l'opération de notation pour pouvoir lui appliquer un régime de responsabilité. Il s'agit d'un contrat d'entreprise soumis aux articles 1787 et suivants du Code civil puisque l'agence de notation effectue une **prestation intellectuelle** de manière indépendante. Dans le cadre d'une prestation intellectuelle, la jurisprudence estime que le contractant n'est responsable qu'au titre d'une **obligation de moyens**. L'engagement de la responsabilité de l'agence de notation implique donc l'établissement d'une **faute**.

Comme aux États-Unis, la responsabilité contractuelle d'une agence de notation peut faire l'objet d'aménagements. Ainsi, des clauses peuvent limiter la responsabilité de l'agence, sous réserve, selon la jurisprudence, de la faute lourde ou du dol. Il ne serait pas possible de contester la validité de cette clause en s'appuyant sur la législation sur les clauses abusives qui permet de réputer non écrites certaines clauses. En effet, la législation sur les clauses abusives, qui figure à l'article L. 132-1 du Code de la consommation, ne trouve pas à s'appliquer en raison du fait que l'émetteur ne peut pas être considéré comme un consommateur ou un non professionnel.

À ce jour, à partir des données publiques, il n'y a pas eu d'action en responsabilité contractuelle contre une agence de notation.

### → À l'égard des tiers (investisseurs/émetteurs si notation non sollicitée) dans le cadre d'une responsabilité délictuelle

La jurisprudence française n'offre pas d'exemple d'une action de ce type contre une agence de notation. Toutefois, une agence de notation pourrait être responsable à l'égard des tiers par application de l'article 1382 du Code civil. L'article 1382 implique d'établir une faute, un dommage et un lien de causalité. L'article 10 de la Convention européenne

des droits de l'Homme de 1950, qui protège la liberté d'expression, pourrait être invoqué car la Cour estime qu'il s'applique également aux discours commerciaux. Toutefois, ce droit ne constitue pas une dérogation à l'article 1382 du Code civil. De plus, le régime très protecteur mis en place par la loi du 29 juillet 1881 qui conduit, selon la jurisprudence de la Cour de cassation, à écarter l'article 1382 du Code civil, ne s'applique pas aux agences de notation car elles ne sont pas assimilables à un organe de presse. En effet, à la différence des États-Unis, la France a retenu pour protéger la presse une approche institutionnelle et non pas fonctionnelle de la liberté d'expression.

La faute pourrait consister en une simple négligence. Dans le [domaine proche des analystes financiers](#), un jugement du tribunal de commerce de Paris du 12 janvier 2004, dans une affaire opposant LVMH à Morgan Stanley, avait retenu une faute lourde et un dénigrement. Le standard était donc proche de celui retenu aux États-Unis. Le jugement ne permettait cependant pas de déterminer si une simple faute aurait suffi à engager la responsabilité de l'agence. L'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris, le 30 juin 2006, a toutefois rappelé qu'une faute simple suffit. Toutefois, la cour d'appel a estimé que les griefs de dénigrement et d'intention de nuire n'étaient pas établis. La décision est donc favorable à la liberté d'expression des analystes. En effet, d'une part, la cour d'appel de Paris a rejeté les accusations de partialité, ce qui devrait encourager la production d'opinions libres ; d'autre part, elle n'a retenu que des fautes factuelles, peu susceptibles de justifier des dommages et intérêts élevés. La solution est certainement transposable à la responsabilité des agences de notation.

Le dommage peut être de nature morale ou pécuniaire. Dans le cas d'un dommage de nature morale, il peut s'agir notamment d'une atteinte à l'image. Une telle atteinte constitue un préjudice qui peut facilement être invoqué dans le cas de sociétés cotées ou effectuant des placements publics ou privés auprès d'investisseurs. Le préjudice matériel résultant de la dégradation fautive d'une note est aussi certainement envisageable, tant pour l'émetteur que pour l'investisseur. En effet, dans le premier cas, la dégradation d'une note peut conduire à augmenter le coût de financement de l'émetteur, par le biais de clauses (*covenants*) ajustant le taux d'intérêt à la hausse en cas d'abaissement de la note ou même imposant une exigibilité immédiate du prêt. Dans le second cas, la dégradation de la note peut conduire à une baisse du cours des titres de créance concernés, donc à une perte potentielle pour l'investisseur.

Enfin, il est nécessaire d'établir un lien de causalité entre la faute de l'agence de notation et le préjudice subi par le tiers. Dans le cas d'une action émanant de la société, le lien de causalité est relativement facile à établir. En effet, une notation basse ou une dégradation de la note peut accroître le coût de la dette. Dans le cas d'une atteinte à l'image, l'établissement du lien de causalité ne pose pas de difficulté particulière. Dans le cas d'un investisseur, il faudrait établir que ce dernier a acheté un titre sur la base de la notation. Une telle preuve semble difficile à rapporter. Toutefois, on peut noter qu'un arrêt de la Cour de cassation du 20 novembre 2005 a admis une action en responsabilité d'un actionnaire contre une société en raison de communiqués faisant état de perspectives exagérément positives et mensongères. La Cour de cassation a approuvé la cour d'appel d'avoir constaté l'existence d'un lien de causalité entre les communiqués et les achats de titres ainsi qu'avec le dommage. Cette jurisprudence est transposable à l'émission d'une opinion par une agence de notation.

### **Conclusion de l'auteur en juin 2007...**

Le régime de responsabilité civile des agences de notation est plus favorable aux plaignants en droit français qu'en droit américain. Cette situation ne semble pas propre au seul droit français. En effet, une récente étude sur le droit belge montre que le régime de responsabilité des agences de notation est similaire à celui applicable en France. L'absence de jurisprudence ne doit pas être considérée comme signifiant qu'une action en responsabilité civile ne pourrait pas prospérer en droit français. Elle signifie plus probablement que les agences de notation, procédant à une évaluation sur la base des informations qui leurs sont communiquées, ne commettent finalement que peu d'erreurs ou alors que les émetteurs ou les investisseurs n'ont pas souhaité agir dans ces différents cas.

... mais une nouvelle décision judiciaire, en 2009 aux États-Unis, change la donne <sup>1</sup>

Cette très importante décision a été rendue le 2 septembre 2009, par la juge Shira Scheindlin du Southern District of New York (juridiction fédérale) relative à une action collective (class action) initiée par deux investisseurs, dont une banque d'Abu Dhabi, pour violation du droit de l'État de New York (principalement pour violation des règles de *common law* sur la fraude de l'Etat de New York) contre Moodys et S & P dans le cadre de la notation d'obligations émises entre octobre 2004 et octobre 2007 par un produit structuré (*structured investment vehicle*), Cheyne SIV.

Dans cette décision de nature préliminaire, mais qui conditionnait la poursuite du procès, la protection du premier amendement pour les agences de notations a été écartée par la juge car celle-ci a considéré que les destinataires de l'opinion étaient un petit groupe d'investisseurs, étant donné qu'il s'agissait d'un placement privé, et non pas le public en général. De ce fait, la protection du premier amendement ne pouvait pas s'appliquer puisqu'il ne s'agissait pas de s'adresser au public. Cette jurisprudence existait déjà, mais n'avait presque jamais pu être appliquée par un plaignant à une agence.

Ensuite, la juge a estimé que les *ratings* n'étaient pas une simple opinion non attaquant juridiquement (*nonactionable opinions*) dans la mesure où les agences savaient ou auraient du raisonnablement savoir que la notation attribuée ne pouvait pas être justifiée. Du fait de cette connaissance, les notations n'ont pas été considérées par la juge comme une opinion non attaquant juridiquement, mais comme constituant une fausse information. Pour la même raison, le juge a écarté les clauses limitatives de responsabilité insérées par les agences. Les éléments d'une fraude, selon le droit de l'État de New York, ont donc été considérés comme suffisamment plaidés (une fausse information ; que le défenseur savait être fausse ; qu'il a communiqué avec l'intention d'influencer le plaignant ; sur laquelle le plaignant s'est effectivement appuyée pour que l'affaire puisse continuer et qu'un procès au fond puisse s'ouvrir.

Une décision similaire, citant la décision du juge Scheindlin, a été prise en Californie dans une affaire qui concernait Calpers (cf. point 3 de l'encadré 1, *ndlr*) par la cour supérieure du comté de San Francisco, le 24 mai 2010.

Cette évolution constitue un changement majeur dans la situation juridique des agences de notations aux États-Unis. Certes, elle est limitée à la situation où les plaignants sont peu nombreux, par opposition à l'exemple classique d'investisseurs qui auraient acheté des titres, par exemple des obligations, sur le marché secondaire. Toutefois, elle constitue une brèche considérable et d'autant plus dangereuse pour les agences de notation que le contentieux issu de la crise de 2007 porte surtout sur les produits structurés qui ont été principalement vendus à des investisseurs institutionnels et non pas au public en général. La décision pourrait faire école. La protection du premier amendement devrait être perdue dans tous ces cas.

*Affaire à suivre car le droit concernant les agences de notation évolue aux États-Unis (loi Dodd Frank de juillet 2010) et en Europe (loi de régulation bancaire et financière d'octobre 2010 en France). Les nouvelles décisions de la justice américaine semble clore l'ère « d'irresponsabilité » de l'industrie de la notation vis-à-vis des investisseurs. D'une façon plus générale cette crise a permis de prendre conscience du rôle déterminant joué par l'information sur les marchés financiers. Ces marchés, censés fonctionner sur la base d'une égale disponibilité de l'information pour tous, se révèlent aujourd'hui le terrain de délits d'initiés plus fréquents qu'il n'y semblait. Les enquêtes de la SEC et du FBI dévoilent même l'existence de véritables marchés parallèles de l'information, toute information ayant trait au devenir des entreprises (avancées des travaux législatifs du Congrès sur le secteur, progrès de la recherche scientifique au sein de l'entreprise...) s'échangeant sur des marchés récemment organisés. Or, ces « fraudes » à l'information ne sont pas simples à juger. En témoignent les errements judiciaires passés de l'industrie de la notation et, aujourd'hui, les questions nouvelles posées à la justice : comment tracer la frontière entre la simple recherche d'information et le délit d'initié (cf. encadrés 2 et 3). Il sera intéressant de suivre l'évolution du droit et la jurisprudence dans les années à venir, dans ce domaine, en accordant une attention particulière aux agences de notation dont l'information est le commerce légal. (Cahiers de l'évaluation).*

---

<sup>1</sup> Cette partie n'appartient pas à l'article cité mais reprend un commentaire adressé par l'auteur à la rédaction en février 2011.

### 12 Quid de la notation des États ?



Quand les agences notent le risque de défaut des dettes d'États, les enjeux deviennent politiques. Les dégradations de notes de pays de l'Union européenne, intervenues à partir de décembre 2009 (cf. schéma page suivante et encadré 4), ont agit comme un révélateur des crises des finances publiques et, au-delà même si ce sujet reste encore dans l'ombre, comme une remise en cause des politiques publiques conduites ces dernières décennies. Ceci étant la rapidité des changements de notes et les éventuels écarts entre les agences posent également la question de la qualité du thermomètre, c'est-à-dire de la pertinence des notations attribuées par les agences. Norbert Gaillard, spécialiste de la notation souveraine, revient ici sur la fabrication des notes, sur les approches spécifiques des agences et discute les solutions envisagées pour fiabiliser les notations.

Cahiers de l'évaluation

#### Propos de Norbert Gaillard, recueillis par Muryel Jacque

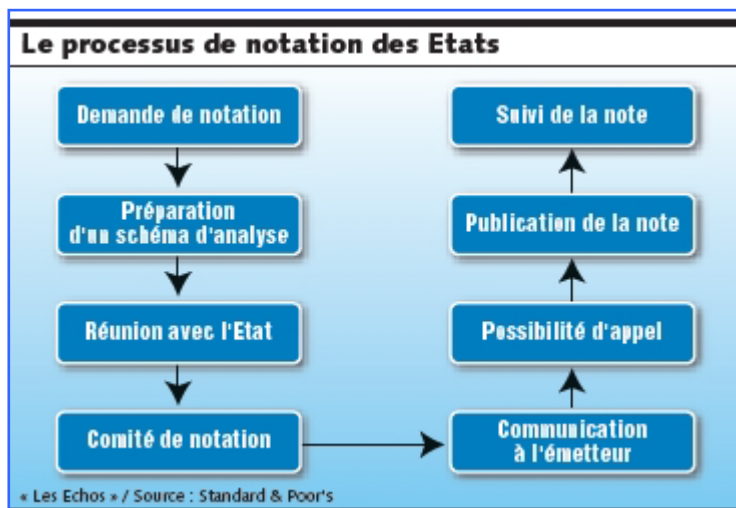
« Les agences de notation ont cru, à tort, que l'appartenance à la zone euro renforcerait la solvabilité d'un État »,  
site [www.les Echos.fr](http://www.les Echos.fr), 12 mai 2010

Ce texte n'est pas repris intégralement : les titres de l'article ci-dessous (en bleu) sont ajoutés par la rédaction (ils peuvent reprendre un titre d'article). Les notes de bas de page ont été supprimées.

Norbert Gaillard, docteur en économie, est consultant pour la Banque mondiale. Il a fait sa thèse sur les notations souveraines à Sciences Po Paris et à l'université de Princeton. Il est l'auteur de « Fitch, Moody's and S & P's Sovereign Ratings and EMBI Global Spreads: Lessons from 1993-2007 », *International Research Journal of Finance and Economics*, avril 2009, et de l'ouvrage *Les Agences de notation* dans la collection « Repères » aux éditions La Découverte.

#### Comment les critères de notation des agences sont-ils définis ?

Les trois grandes agences, Standard & Poor's (S & P), Fitch et Moody's, ont fait de nombreux efforts de transparence depuis une quinzaine d'années pour expliquer aux investisseurs leurs méthodologies de notation financière.



Il faut bien comprendre qu'il n'y a pas de méthode quantitative en matière de notation souveraine. Il n'existe aucun modèle pré-déterminé fondé sur un système de pondérations qui permettrait d'établir le rating d'un pays à partir de certaines variables, telles que la dette publique ou le déficit budgétaire. C'est avant tout l'opinion des différents analystes de l'agence qui prime, plus qu'un modèle mathématique ou économétrique. Ceux-ci se réunissent régulièrement en comité de notation afin de débattre de la solvabilité d'un État et de déterminer son



rating. Chaque analyste expose son point de vue. Certains peuvent par exemple considérer que le niveau élevé de la dette publique du pays exige une dégradation, d'autres que la crédibilité politique du gouvernement devrait être suffisante pour maintenir le niveau de solvabilité. À l'issue de ce comité, il est procédé à un vote, chaque analyste ayant une voix. Le résultat du vote conduit alors à une augmentation, un abaissement ou une confirmation du *rating* du pays. C'est une approche qualitative, humaine, qui repose sur l'expertise et la conviction des analystes.

Malgré tout, il est possible de dégager quelques grands déterminants des notations souveraines. Il s'agit du **PIB par habitant**, du **ratio dette publique sur recettes budgétaires**, du **taux d'inflation**, de la **qualité des institutions** et de **l'historique de défaut**, à savoir la survenance ou non d'incidents de paiement au cours des 20-25 années précédentes. Ce dernier indicateur reflète la capacité et la volonté d'un gouvernement de respecter ses engagements financiers. L'exemple du Venezuela est à cet égard instructif. Sa note est basse en partie parce que les agences considèrent que le risque de *unwillingness to pay*, c'est à dire l'absence de volonté du pays de rembourser sa dette, est élevé.

### Les agences ont-elles manqué de rigueur, de responsabilité ?

L'erreur des agences est d'avoir surnoté la Grèce et, dans une moindre mesure, le Portugal et l'Espagne au cours des années 2000, c'est-à-dire lors des premières années d'existence de la zone euro. De manière globale, elles ont cru alors, à tort, que la simple appartenance à l'Union européenne (UE), et plus encore à la zone euro, renforcerait la solvabilité d'un Etat. L'entrée des PECO (pays d'Europe centrale et orientale, ndlr) dans l'Union européenne illustre parfaitement cette croyance. En novembre 2002, quelques jours après l'annonce de l'entrée de dix nouveaux pays dans l'UE – huit d'Europe de l'Est, plus Chypre et Malte –, Moody's a relevé les notes de la plupart de ces pays de deux à trois crans, considérant que l'admission dans l'UE permettait de rassurer les marchés et d'avoir un appui institutionnel beaucoup plus fort, ce qui, in fine, améliorerait la solvabilité des pays entrants. Les limites de cette approche sont apparues lorsque la Hongrie a dû faire appel au FMI en 2008. Les difficultés financières de la Grèce prouvent que c'est désormais l'appartenance à la zone euro qui ne constitue plus une garantie contre le risque de défaut de paiement.

En fait, on peut parler d'échec d'une méthodologie dans le sens où les agences ont **insuffisamment discriminé les pays au sein même de la zone euro**. Elles ont été prisonnières d'un schéma qui voulait que l'appartenance à la zone règle tous les problèmes, alors qu'au contraire, un pays comme la Grèce a dû en partie son développement économique entre les années 1970 et 1990 à la dépréciation régulière de la Drachme qui maintenait un certain niveau de compétitivité. Avec l'entrée dans la zone euro, la marge de manoeuvre monétaire a disparu. Entre 1999 et 2003, Fitch et S & P ont relevé la note de la Grèce de trois et quatre crans sans qu'il y ait de véritables justifications économiques ou financières. En effet, aucune amélioration des fondamentaux macroéconomiques, des ratios de dette, ou de la productivité du pays n'a été constatée durant cette période-là. Aujourd'hui, les agences tentent de rattraper leur erreur, mais elles **dégradent trop tard** et sont donc obligées de le faire **massivement** : ces abaissements de notes ont une **action pro-cyclique** qui aggrave la crise.

#### Encadré 1 : Le gouvernement est prévenu deux heures avant l'annonce du changement de note

« Le processus de notation pour les dettes souveraines est le même que celui suivi pour les banques ou tout autre secteur, lance Carol Sirou, présidente du bureau parisien de S & P. Comme chez Moody's, ce processus se déclenche dès lors qu'un analyste spécialisé dans le suivi de tel ou tel Etat juge qu'un élément est susceptible de modifier l'opinion de S & P à son encontre. Mené à bien, il donne lieu à la réunion d'un comité de notation, où un groupe d'analystes expérimentés – de dix à vingt ans d'expertise – s'exprime par vote au sujet des titres de dette visés. "Une fois que le comité s'est tenu et a considéré qu'il y avait des éléments substantiels permettant de modifier la note du pays qui le concerne, nous devons publier ce vote, explique Carol Sirou, car notre rôle consiste à informer le marché dès lors que la note ne reflète plus la réalité".

Il en va de même chez Moody's et Fitch Ratings : **tout changement d'opinion** – car il s'agit bien d'une opinion, protégée par le Premier amendement de la Constitution aux États-Unis – **doit être communiqué dans les plus brefs délais aux investisseurs**. Toute la question est de savoir quand le comité se réunit. Chez S & P, il n'y a pas de durée réglementaire imposée entre la demande d'une réunion de comité et la convocation de ce comité. La seule contrainte imposée par les règles internes de l'agence concerne l'heure de diffusion du communiqué. *Le gouvernement est prévenu au moins deux heures avant, afin de vérifier qu'il n'y a pas d'erreur factuelle*, indique Carol Sirou. »

Source : Mathieu Rosemain, « Les autorités sont impuissantes face aux agences de notation », *Les Échos*, 30/04/10

#### Les dernières notations des pays à risque

de AA+ à AA-



de BBB+ à BB+



de AA+ à AA



Aa2\*



Actuellement (mai 2010, *ndlr*), Moody's note encore le Portugal Aa2, deux crans seulement en dessous de Aaa, la note de la France et de l'Allemagne. Ce différentiel est, selon moi, insuffisant. Les agences en ont pris conscience et c'est à une discrimination plus aigüe qu'elles vont procéder dans les prochains mois.

### Les marchés semblent réagir de plus en plus mal aux annonces des agences...

Dans un article (*cf.* courte biographie en tête de cette interview) que j'ai publié en 2009, j'ai démontré que les relèvements et abaissements de notes souveraines ont un impact sur les rendements de marché. Les relèvements de note se traduisent par une diminution des primes de risque, tandis que les abaissements de note aboutissent à une hausse des primes de risque. Jusqu'à présent, ces impacts, bien qu'incontestables, étaient plutôt minimes. Hormis le cas de l'Argentine en 2001, où le risque de contagion pour l'Amérique latine était réel et a frappé l'Uruguay, et le cas plus marquant de la crise asiatique en 1997-1998, les abaissements de notes souveraines décidés au cours des quinze dernières années ont été plutôt de faible ampleur. Mais depuis décembre 2009 et plus encore depuis la fin avril, les dégradations des notes souveraines de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne contribuent à accroître non seulement les primes de risque de ces trois pays, mais aussi celles de l'Italie, de l'Irlande, et menacent la pérennité de la zone euro.

### Pourquoi les agences ont-elles mis autant de temps à dégrader ?

Il y a un dilemme. Soit vous êtes conscient de la situation et vous commencez à dégrader massivement comme l'a fait Standard & Poor's. Vous êtes pointé du doigt mais vous collez aux fondamentaux macroéconomiques et à la perception du risque des investisseurs et du marché. Soit, comme Moody's, vous estimez que la crise ne sera ni trop forte ni trop profonde et vous choisissez de ne pas dégrader ou de dégrader moins fortement. L'agence n'a ainsi commencé à abaisser la note de la Grèce que très tardivement, le 22 décembre 2009, soit onze mois après S & P et deux mois après Fitch. À l'heure actuelle, Moody's note le pays quatre et cinq crans respectivement au dessus de Fitch et de S & P.

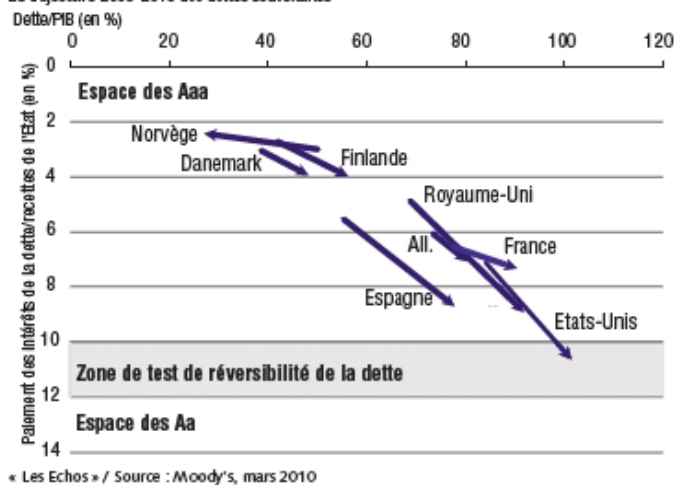
Cependant, la situation inconfortable des agences est due non seulement à leur incapacité à avoir su prévoir la crise et au caractère pro-cyclique de leur action, mais aussi au fait que l'intégration de leurs notations dans les réglementations financières amplifie encore l'impact des changements de notes, en particulier lorsqu'il s'agit d'abaissements massifs et/ou répétés des ratings d'un même pays ou d'un groupe de pays, comme c'est le cas avec les États du sud de l'Europe.

### Pourquoi cette différence de philosophie entre les agences ?

Il y a deux grands types de stratégie adoptés par les agences. Vous avez d'un côté Moody's, dont les notes sont plus stables que celles de S & P et de Fitch. La philosophie de Moody's est de ne bouger qu'en cas d'amélioration ou de détérioration sensible de la solvabilité d'un État. En pleine euphorie des marchés entre 2005 et 2007, ses

## Le risque pour les États de perdre leur note Aaa

La trajectoire 2009-2013 des dettes souveraines



\* Les Echos \* / Source : Moody's, mars 2010

### Encadré 2 : La signification des écarts de taux (*spreads*) entre pays de la zone euro

« L'appréciation des opérateurs de marché est évolutive et ils accordent, depuis quelques mois, une plus grande importance aux risques présentés par les États. Les primes de risque spécifiques à chacun sont observables en comparant les taux des emprunts d'États différents appartenant à une même zone monétaire. Dans la zone euro, l'écart avec le taux des emprunts allemands à 10 ans est passé, entre mai 2008 et mai 2009, de 0,4 à 1,9 points pour l'Irlande, de 0,5 à 1,8 points pour la Grèce et de 0,2 à 0,4 points pour la France. Ces primes traduisent à la fois le risque de défaut de paiement des États et le risque de liquidité de leurs obligations mais il est difficile de distinguer leurs contributions respectives. Selon certains experts, les écarts de taux au sein de la zone euro pourraient aussi traduire la crainte, partagée par quelques opérateurs de marché, d'un éclatement de la zone, l'euro étant alors remplacé par des monnaies nationales plus ou moins fragiles selon l'état de l'économie et des finances publiques de chaque pays. En toute hypothèse, ces *spreads* reflètent assez largement l'appréciation portée sur la soutenabilité des finances publiques des pays. »

Source : Rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques, Cour des comptes, juin 2009, La Documentation française

*ratings* ont assez peu évolué, alors qu'on aurait pu s'attendre à ce qu'ils soient relevés, compte tenu de l'amélioration de la situation financière de nombreux pays, émergents en particulier.

S & P et Fitch ont une stratégie différente de celle de Moody's. Pour un même pays, leurs notations souveraines sont fortement corrélées entre elles, qu'il s'agisse du moment où le changement de *rating* intervient ou de la note en tant que telle. Ces deux agences ont davantage tendance à suivre le marché et ont des changements de note plus fréquents.

L'objectif de Moody's est de juger la solvabilité d'un pays à travers le cycle économique. L'agence essaie de rester détachée du marché et de juger à moyen terme. [Fitch et S & P voient à plus court terme](#) et ont des notations plus en phase avec les arbitrages des investisseurs. Cette dichotomie méthodologique, qui existe aussi bien pour les pays émergents que pour les pays développés, explique pourquoi les changements de note de Moody's sont plus révélateurs et constituent un signal encore plus fort envoyé aux marchés. Par exemple, l'agence vient de placer la note du Portugal sous perspective négative, indiquant de fait qu'une dégradation dans les trois prochains mois était probable. Or, son dernier changement de notation sur ce pays remonte à 1998...

### Faut-il durcir les règles pour les agences ? Que pensez-vous de l'idée de créer une agence européenne voire internationale ?

Il existe plusieurs solutions, d'ailleurs compatibles les unes avec les autres, mais aucune n'apparaît tout à fait satisfaisante. J'en distingue trois principales.

D'abord, comme je le préconisais dans mon ouvrage récent sur les agences de notation (*cf.* biographie), il faudrait [éliminer les références aux ratings dans certaines réglementations financières](#) pour contraindre les investisseurs et les banquiers à assumer leurs responsabilités et à développer leurs propres départements de risque crédit (*corporate* et souverain). Ils ont trop laissé leurs stratégies d'investissement reposer sur la notation. C'est typiquement un phénomène d'externalisation du diagnostic de risque de crédit, qui a atteint son apogée au moment où les règles de Bâle II ont été mises en place, au milieu des années 2000. Aujourd'hui, ce système a clairement montré ses limites : seuls les avis de trois grandes agences comptent sur des marchés de capitaux internationaux et plus seulement américains comme c'était le cas jusque dans les années 1980.

Une autre piste, selon moi, serait de [confier au FMI la notation souveraine](#) de l'ensemble des pays de la planète. Le Fonds possède un grand nombre de données de première main sur les pays, il a une expertise indéniable, ses économistes sont excellents, et il n'y aurait pas de conflits d'intérêt liés au système de l'émetteur-payeur (rappelons que les agences de notation sont rémunérées par les émetteurs de titres qu'elles notent en contrepartie). Il faudrait cependant veiller à ce que les actionnaires du FMI, c'est-à-dire les États, n'interfèrent pas dans le processus de notation, auquel cas une autre forme de conflits d'intérêt surgirait.

Enfin, on peut imaginer la création d'un [département risque souverain au sein de la Banque centrale européenne \(BCE\)](#). La solution paraît plus envisageable qu'une cellule à la Commission européenne, qui est hautement politisée. La BCE a une forte crédibilité, les efforts entrepris depuis l'origine par Wim Duisenberg puis par

### Encadré 3 : Eurostat et les agences de notation, deux sources d'information à utiliser sur les finances publiques ?

« Dans ce domaine (finances publiques dans la zone euro), les marchés disposent de deux sources principales : Eurostat et les agences de notation. Elles font l'objet de critiques symétriques et présentent des caractéristiques si fortement contrastées que le moins mauvais système pourrait bien se trouver entre les deux.

À Eurostat, on reproche d'avoir entretenu une quiétude trompeuse sur l'état des finances grecques ; aux agences, d'aggraver l'affolement des marchés en dégradant les notes des États fragiles au plus fort de la crise. [Eurostat est lent](#) : il espère y voir clair sur le déficit grec de 2009... en juillet prochain ; les [agences réagissent vite](#) – souvent trop vite – en fonction d'évolutions qu'elles suivent au jour le jour. Eurostat a de faibles moyens : malgré l'harmonisation des méthodes dans le cadre du « Système statistique européen » (SSE), il ne peut pas aller vérifier sur pièces et sur place les données fournies par les États (la France et l'Allemagne, notamment, ont refusé de lui accorder ce pouvoir) ; les agences ne le peuvent pas non plus, mais disposent, pour évaluer la solvabilité des débiteurs, d'une technologie éprouvée et de batteries statistiques sur longue période. Enfin, Eurostat n'a pas de concurrent (mais la crise grecque suggère une comparaison éloquente avec le FMI qui, lui, subordonne ses aides à un épiluchage sévère des comptes publics) ; les agences, bien qu'elles ne soient que trois à avoir une influence réelle, se font concurrence pour démontrer leur capacité d'anticipation.

Les projets actuellement évoqués oscillent entre les deux modèles : certains parlent d'une Cour des comptes européenne, d'autres d'une agence de notation concurrente des agences privées et placée sous l'aile de la Commission. De toute façon, un système fiable d'information est la première condition d'une « gouvernance économique » européenne – ne serait-ce que par l'effet dissuasif qu'il exercera, à l'avance, sur les tentations de trucage. »

Source : Favilla, « Un myope et trois Gribouilles », *Les Échos*, [17/05/10]. A noter le commentaire d'un lecteur sur le site internet des *Échos* : « Il y a quelque chose de surréaliste dans les techniques d'évaluation et les audits en général. Les détails sont passés au crible mais les énormités passent parfois au travers. C'est le problème de toute méthode analytique » (frada37, 17/05/2010 08:43).

#### Encadré 4 : Impact des abaissements de notes sur la gouvernance européenne (2009-2010)

<b>8 décembre 2009</b>	L'agence Fitch dégrade la notation de la dette grecque.
<b>3 février 2010</b>	Après avoir révélé de graves tricheries, sur le montant du déficit public, le gouvernement Papandréou annonce un plan d'économies.
<b>4 février</b>	Le FMI suggère aux pays de la zone euro « d'aider », d'une façon ou d'une autre, la Grèce.
<b>22 avril</b>	La prime de risque que les investisseurs exigent pour détenir de la dette grecque plutôt que des obligations allemandes est de 6 points de pourcentage, un écart jamais atteint.
<b>2 mai</b>	Les ministres des Finances européens annoncent un plan d'aide de 110 milliards d'euros au profit d'Athènes.
<b>10 mai</b>	L'Union européenne décide la mise en place, avec le FMI, d'un plan de secours historique de 750 milliards d'euros au profit des États de la zone euro. De son côté, la Banque centrale européenne annonce qu'elle va racheter des obligations d'État sur le marché secondaire pour soulager la dette des plus endettés. Fin décembre, ces rachats s'élevaient à 72,5 milliards d'euros.
<b>19 juillet</b>	La dette irlandaise est dégradée par l'agence de notation Moody's puis par Standard & Poor's.
<b>16 septembre</b>	Les Vingt-Sept approuvent le principe d'une coordination accrue des budgets nationaux.
<b>18 octobre</b>	Angela Merkel et Nicolas Sarkozy se mettent d'accord sur les contours de la future gouvernance économique et promettent d'impliquer le secteur privé dans les éventuelles restructurations de dette.
<b>4 novembre</b>	Dublin annonce un tour de vis budgétaire de 15 milliards d'euros d'ici à 2015.
<b>28 novembre</b>	Les Vingt-Sept entérinent un plan d'aide de 85 milliards d'euros pour l'Irlande, dont 35 milliards destinés aux banques.
<b>6 et 17 décembre</b>	Le Conseil européen décide d'instaurer un Fonds de sauvetage permanent de la zone euro et modifie le traité de Lisbonne

Source : Nicolas Madelaine, « Le pari fou de David Cameron », *Les Echos*, 30/12/10

#### Encadré 5 : Comment les États placent leurs obligations auprès des marchés ?

« La dette des États est surtout **vendue par enchères à des banques partenaires, obligées d'acheter les titres**. Les États ne sont pas des émetteurs comme les autres, ne serait-ce que parce que les volumes de dette qu'ils gèrent sont énormes (1 230 milliards d'euros pour la France) et que la fréquence de leurs appels aux marchés est très soutenue (plusieurs fois par mois pour les plus actifs). Ils ont donc instauré une procédure spécifique pour placer leurs titres auprès des investisseurs du monde entier : "l'adjudication". C'est "une enchère auprès des banques partenaires", résume l'Agence France Trésor (AFT), en charge des émissions pour le gouvernement français. Les agences de la dette ou Trésors nationaux se constituent un réseau d'intermédiaires, aussi appelés spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), qui participent aux enchères de titres d'État pour eux-mêmes et leurs clients. Ils sont les seuls habilités à le faire. L'AFT compte 20 banques partenaires. "Pour garantir la sécurité des adjudications, les SVT sont contraints d'acquiescer un montant minimal de 2 % sur chaque souche obligataire et sur chaque adjudication", expliquait Philippe Mills, le patron de l'agence, lors d'une audition à l'Assemblée, en septembre. En d'autres termes, il y a toujours des acheteurs aux enchères. "Dans une adjudication, il n'est pas rare que les SVT viennent proposer un montant et un prix pour obtenir des titres alors qu'ils n'ont pas encore reçu les ordres correspondants de la part des investisseurs", confie un intervenant de marché.

**La syndication moins fréquente.** C'est pourquoi un certain nombre d'opérateurs abordaient cette semaine très chargée en émissions de dette avec une relative confiance : "Les banques SVT vont se mobiliser, elles vont acheter la dette, car c'est leur rôle", souligne Ciaran O'Hagan, chez Société générale. Si ce système garantit une demande, il n'empêche pas les taux de grimper pour l'État émetteur si la situation devient plus tendue. Les banques partenaires exigent des rendements plus élevés pour acheter les titres. Les États ont aussi parfois recours à la **syndication**, comme les entreprises. Un petit **groupe de banques (le syndicat) est mandaté pour organiser une vente aux investisseurs via un carnet d'ordres** (dans lequel chacun inscrit la quantité voulue et les prix qu'il offre). Ce système est beaucoup moins utilisé et n'est pas annoncé publiquement à l'avance, contrairement aux adjudications, qui ont lieu selon un calendrier prédéterminé. Les syndications sont privilégiées pour le **lancement de nouveaux titres**, par exemple ceux de la Commission européenne pour le sauvetage de l'Irlande, de nouvelles maturités, etc. Elles sont aussi nécessaires quand les tensions atteignent des niveaux insoutenables sur les marchés et que chaque levée de dette doit se préparer avec l'appui de tous les investisseurs, et pas seulement les banques partenaires. Ce système est jugé plus révélateur de l'appétit réel des investisseurs, car le carnet d'ordres est dévoilé. C'est pourquoi, la prochaine syndication d'un État de la zone euro sera surveillée de très près. »

Source : Isabelle Couet, « Comment les États placent leurs obligations auprès des marchés ». *Les Échos*. 13/01/11

#### Encadré 6 : Les big three hostiles à un régime spécial pour les États

« Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings rejettent la création de règles particulières pour la notation des dettes souveraines, comme le suggère la Commission européenne. Première proposition ciblée : le délai laissé aux États pour pointer d'éventuelles erreurs.

Les trois agences mondiales de notation financière sont unanimes : la **dette des États est une dette comme les autres**. Nul besoin de lui attribuer un régime spécial, comme le suggère la Commission européenne dans un document qui était soumis à consultation jusqu'au 7 janvier. Moody's, Standard & Poor's (S&P) et Fitch Ratings ont toutes trois répondu à l'appel de l'exécutif européen. Et leurs arguments se rejoignent pour s'opposer à l'instauration de règles supplémentaires pour les dettes des pays membres de l'Union.

Une proposition en particulier suscite chez elles une franche hostilité : celle qui imposerait de laisser "au moins trois jours" aux États pour pointer d'éventuelles erreurs d'analyse. Autrement dit, à compter de la réception de la note attribuée par l'une des agences, les pays concernés disposeraient de 72 heures au minimum pour formuler des observations aux analystes de Moody's, S & P ou Fitch avant que ceux-ci ne la publient. Le délai aujourd'hui requis par les textes européens s'élève à 12 heures. Ce qui est suffisant, aux yeux des intéressés. "La règle des 12 heures est la seule que nous n'appliquions pas à l'échelle internationale", lance Carol Sirou, présidente du bureau parisien de S & P. Aux **États-Unis, les agences sont encouragées à publier au plus vite leurs notes, afin de réduire les risques de délits d'initié**. Un argument repris en boucle par les trois agences. "Une telle exigence pourrait conduire à l'augmentation des possibilités d'abus de marché", explique Fitch dans ses remarques envoyées à Bruxelles. "Nous pensons que la solution avancée par la Commission - restreindre le nombre de personnes auxquels nous indiquons l'imminence de la publication de la note - ne marcherait pas".

« **Distorsion** ». Le directeur opérationnel de Moody's, Michel Madelain, enfonce le clou dans le courrier envoyé à la Commission. "L'adoption de mesures qui pourraient être perçues comme créant une distorsion dans les notations souveraines de l'UE ternirait [leur] crédibilité". À l'heure où les émissions de dette du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie sont soumises au verdict des marchés, ces débats soulignent une nouvelle fois le caractère sensible de la notation souveraine sur le Vieux Continent. Le calendrier des publications suivi par Moody's, S & P et Fitch lors de la crise de la dette grecque avait suscité l'ire de plusieurs gouvernements. Ces derniers les avaient accusés d'attiser la panique sur les marchés par la brutalité de leurs dégradations. »

Source : Mathieu Rosemain, « Les big three hostiles à un régime spécial pour les États », *Les Echos*, 13/01/11



## Encadré 7 : L'évolution de la réglementation des agences de notation par Deven Sharma, président de Standard & Poor's

**« L'évolution des notes délivrées par les agences a joué un rôle important dans la crise des dettes souveraines. Les marchés sont-ils devenus trop dépendants des agences de notation ? »**

Il y a deux vues qui sont différentes et complémentaires, celle des agences de notations et celle des marchés. L'horizon d'analyse est différent : nous nous appuyons sur des fondamentaux qui engagent le long terme, alors que les marchés reflètent une vision plus court termiste. Par exemple, lors du premier abaissement de la note de la Grèce en 2004 [à « A »], le CDS (l'assurance contre un risque de défaut) reflétait une prime de risque équivalant à un « AAA ». Le marché se montrait donc bien plus clément que nous. Mais, en avril 2010, quand la note est descendue à « BB+ » (catégorie spéculative), le CDS avait flambé à un niveau digne d'une dette proche du défaut [« CC »]. La notation est plus stable, c'est essentiel pour les investisseurs.

**Parmi les mesures que Bruxelles souhaite mettre en place figure notamment l'obligation pour les agences de notation de prévenir trois jours à l'avance les pays dont elles envisagent de modifier la notation. Comment accueillez-vous cette proposition ?**

Cette règle européenne des « soixante-douze heures » nous imposerait de communiquer nos changements de notes aux émetteurs souverains trois jours minimum avant de les rendre publiques au marché. Elle créerait donc une inégalité de traitement entre les différents types d'émetteurs européens. Déjà, depuis le 7 septembre, la règle en vigueur en Europe est de 12 heures pour tous les changements de notes. À nos yeux, elle comprend des risques non négligeables en termes de diffusion de rumeurs et de délits d'initié. Cette disposition est d'ailleurs la seule que nous ayons décidé de ne pas appliquer mondialement.

**Les réglementations européenne et américaine semblent parfois évoluer dans des directions différentes. Est-ce un problème ?**

Les régulateurs européens et américains ont *grosso modo* adopté la même approche en ce qui concerne notre industrie. Des deux côtés de l'Atlantique, on demande d'accroître la transparence sur notre méthodologie et de renforcer l'indépendance du processus de notation, par exemple en instaurant la rotation de nos analystes. Il existe toutefois quelques différences, comme sur cette règle des 12 heures ou sur la responsabilité juridique des agences.

**De nombreux procès ont été intentés contre les agences de notation aux États-Unis. Leur responsabilité peut-elle être engagée ?**

Aux États-Unis comme en France et dans le reste de l'Europe, une agence peut voir sa responsabilité engagée s'il est prouvé qu'elle a publié intentionnellement une note qui ne reflète pas sa véritable opinion sur le risque de crédit. En France, depuis octobre 2010, la Loi prévoit une responsabilité si le préjudice subi résulte d'un « manquement au règlement européen ». Ce dernier ne fait pas actuellement référence au concept « d'erreur » de notation mais la consultation lancée récemment par la Commission européenne propose que la responsabilité d'une agence soit engagée si, « intentionnellement ou par négligence », elle attribue une notation « erronée ». Ceci laisse la porte ouverte à de nombreuses interprétations et crée de la confusion. Comment définit-on une erreur de notation, dès lors que cette notation constitue une opinion sur le risque futur de défaut d'un titre de dette et non une vérité immuable ? *Ex-post*, il est toujours facile d'affirmer que des erreurs ont été commises.

**Pensez-vous que le cadre réglementaire qui vise votre industrie continuera à évoluer ?**

Nous n'en aurons jamais fini avec l'évolution du cadre réglementaire. Ce dont il faudra s'assurer à l'avenir, c'est que la régulation et l'intérêt des investisseurs de long terme sont alignés. Car même les meilleures intentions peuvent avoir des conséquences inattendues.

**À quoi pensez-vous ?**

Prenons l'exemple d'un récent règlement de la SEC aux États-Unis. Celui-ci prévoit la mise à disposition sur un site Web accessible par toutes les agences reconnues de l'intégralité des **informations** nécessaires à la notation des produits structurés. Le but est simple : stimuler la concurrence et inciter les agences à se lancer dans des notations non sollicitées par les émetteurs. Seulement voilà, les informations relatives aux produits structurés sont souvent d'ordre **confidentiel**. L'application pure et simple de ce règlement peut donc avoir comme conséquence de réduire le volume d'émissions de ces produits, alors que les régulateurs eux-mêmes appellent de leurs vœux un regain de la titrisation, nécessaire au financement de l'économie. »

### Un autre point de vue sur le droit des agences à l'information

« Il faut supprimer aussi l'avantage, moins naturel qu'il y paraît, qu'ont les agences dans l'accès à l'information sur les entreprises cotées. Elles visitent aujourd'hui l'entreprise avec des listes de documents internes à fournir, sans pour autant être soumises au *fair disclosure*, règle boursière initialement promue par la SEC mais désormais d'application universelle, par laquelle toute information initiée donnée à un agent privé doit immédiatement être donnée à l'ensemble du marché. Les analystes financiers ou les équipes de recherche crédit des banques en sont exclus. Il est sain que les agences aient plutôt plus que moins d'informations quand elles livrent leur diagnostic. Il est malsain qu'un privilège leur permette de pouvoir se targuer, légitimement, d'être les mieux informées du marché. Leur notation devient la seule crédible, et donc à terme hégémonique.

On objectera que cette règle égalitaire est pénalisante pour les marchés si les entreprises devaient ainsi devenir moins transparentes. Mais ce danger se réduit désormais avec la mise en place de normes comptables qui étendent considérablement le champ de la communication financière. Là est la bonne approche : si une information devait manquer au marché pour bien juger de l'entreprise, ce n'est pas à un agent mis en position de monopole d'aller la chercher, c'est au régulateur comptable ou financier d'en imposer le rendu public. »

Source : François Meunier, professeur associé de finance à l'ENSAE, « Faut-il banaliser les agences de notation ? », *Telos*, 28 mai 2010

Source : extraits des propos de Deven Sharma, président de Standard & Poor's, recueillis par Isabelle Couet, Guillaume Maujean et Mathieu Rosemain, article « À l'heure actuelle, la France mérite son *rating* AAA », *Les Échos*, 01/12/10



### Encadré 8 : Et si les pays créanciers notaient les pays débiteurs ?

#### Trois commentaires à propos de l'agence chinoise Dagong

(1) « La Chine a fait une entrée en force la semaine dernière sur le marché de la notation des dettes souveraines (...). Dagong a privé simultanément les Etats-Unis, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni de leur triple A pour les noter respectivement AA, AA+ et AA- pour les deux derniers comme pour le Japon. Seule l'Allemagne échappe à une mise sous surveillance négative. L'approche de l'agence chinoise fondée sur les perspectives de croissance à long terme et le penchant des gouvernements à s'endetter diffère de celle des agences occidentales qui attachent plus d'importance à l'historique des éventuels incidents de paiement et à la culture de chaque pays. »

Source : extrait de l'article « Agences de notation : l'heure du Dagong a sonné », *Les Échos*, 20/07/10

(2) « Fondée en 1994, Dagong s'est lancée dans la notation de crédit souverain en 2005, et compte aujourd'hui plus de 500 employés sur le territoire Chinois. En matière de notation d'entreprise, l'agence s'appuie sur une expertise forte de son marché intérieur, et sur une popularité grandissante dans la région. (...) En avril, le président Hu Jintao déplorait le manque de standards objectifs, équitables et raisonnables dans la notation des dettes souveraines. Dans la foulée, Guan Zianhong, profitait de la publication du classement pour dénoncer les méthodes des agences traditionnelles, considérées comme trop affectées par l'idéologie. Cette question de l'indépendance et de la transparence est cruciale. En effet, et même si, sur le plan légal, Dagong est une entité privée indépendante des autorités chinoises comme le rappelle David Boitout, avocat associé chez Gide Loyette à Shangāi, les critiques de Guan Zianhong pourraient aisément être retournées contre lui, tant l'influence des autorités chinoises sur l'économie reste forte (en témoigne l'implantation du siège de Dagong à Pékin plutôt qu'à Shanghai, la capitale économique). Cela étant, Pour Haiyuan Wang, professeur en stratégie à l'Insead, l'émergence d'une agence de notation venant de Chine est un développement naturel. Quelques semaines après la publication du rapport, la Chine devenait officiellement la deuxième économie mondiale, derrière les Etats-Unis et devant le Japon. Hasard du calendrier ? Peu envisageable, mais la légitimité d'une agence non occidentale, Chinoise de surcroît, n'est plus à prouver. Dagong sera-t-elle un jour le nouveau champion de la notation ? Selon Haiyuan Wang, C'est possible, mais peu probable dans les 5 ans à venir. Cela prendra du temps pour que Dagong se construise une crédibilité et les capacités nécessaires. En attendant, les agences anglo-saxonnes sont prévenues. »

Source : Extrait de l'article « Pour qui sonne le Dagong ? », Emmanuel Colombie, 2 septembre 2010, <http://yeuxgrandsouverts.blogspot.com/2010/09/enquete-sur-lagence-de-notation.html>

(3) « La semaine dernière, la SEC a rejeté la demande de Dagong de devenir une Organisation de notation statistique reconnue au niveau national, arguant qu'il ne semble pas possible à ce stade pour Dagong de se conformer aux exigences des lois fédérales en terme de tenue des dossiers, de production et de contrôle. » Dagong Global Credit Rating a rétorqué que la seule raison pour laquelle le régulateur américain avait refusé était que les autorités américaines disaient ne pas pouvoir mener de contrôle international sur la société. Dans un communiqué sur son site web, Dagong explique que le contrôle ne faisait pas partie des critères imposés aux trois autres agences de notation non-américaines reconnues par la SEC. Cette exigence a été posée uniquement pour Dagong et constitue sans nul doute une discrimination contre la Chine et les agences de notation chinoises», affirme Dagong, ajoutant qu'il prendra des actions, y compris légales en temps voulu.

Source : extrait de l'article « L'agence chinoise de notation Dagong accuse la SEC de discrimination », <http://lapresseaffaires.cyberpresse.ca>, article publié le 27 septembre 2010 à partir de l'Agence France-Presse, Shanghai

Jean-Claude Trichet pour avoir une institution forte et indépendante ont porté leurs fruits. La BCE publie régulièrement des notes de recherche, et fournit des données statistiques de grande qualité sur les pays. Comme pour le FMI, les notations souveraines de la BCE seraient attri-buées sans contrepartie financière. Si on poursuit ce raisonnement, on peut imaginer que d'autres grandes banques centrales, dès lors qu'elles ont su démontrer leur indépendance à l'égard du pouvoir politique, seraient en mesure d'attribuer leurs propres *ratings* souverains. Finalement, toute réforme du secteur de la notation doit aboutir à une pluralité des opinions en matière de risque souverain. Les marchés et les régulateurs ne doivent plus se contenter exclusivement des ratings des trois grandes agences.

*La notation souveraine apparaît presque plus subjective que les autres notations car fondée uniquement sur un consensus d'expert. Celui-ci est fragile, en témoignent les dégradations brutales des pays européens, comme pour les titres subprimes, avec des impacts macroéconomiques d'autant plus importants qu'ils sont accrus par l'utilisation des notes dans la réglementation prudentielle. Finalement, se retrouve un diagnostic établi précédemment, réduire le rôle des notes dans la réglementation, renforcer l'évaluation interne chez les investisseurs et, dernière solution, propre aux dettes souveraines, réfléchir à une entité unique sous gouvernance mondiale ou européenne. L'ensemble de ces pistes est aujourd'hui en débat au niveau de l'Union européenne (cf. encadré 1 de l'entretien) sans oublier les réformes en cours pour rendre plus vertueux le processus de décision publique et atteindre le déficit zéro. (Cahiers de l'évaluation).*

### Encadré 9 : Défaut sur sa dette souveraine

La Côte d'Ivoire n'a pas été en mesure de rembourser à ses crédeurs les 29 millions de dollars d'intérêts de son obligation de 2,3 milliards de dollars, entraînant par là même son défaut, largement anticipé par des marchés qui ne se faisaient plus guère d'illusions sur cette issue. Par la voix de son ministre des Affaires étrangères, le président Gbagbo a déclaré à l'agence Bloomberg que son pays honorerait ses engagements, mais sans donner plus de détails ni, surtout, de date. (...) Aujourd'hui, le titre de maturité 2032, à l'origine de ce défaut, se traite à un cours déprimé - mais stable - autour de 37 cents pour 1 dollar. En pareille occasion, un tel niveau de prix peut attirer de nouveaux investisseurs comme des fonds alternatifs spécialisés (Elliott Management...) plus ou moins agressifs. Déjà, en 2000, la Côte d'Ivoire avait dû renégocier son obligation de 3,5 milliards de dollars, une « Brady bond », du nom des obligations créées en mars 1989 avec pour objectif de restructurer la dette souveraine des pays en voie de développement. Il avait émis en avril dernier son titre de 2,3 milliards de dollars dans le cadre de son programme de restructuration de sa dette.

Source : Nessim Ait-Kacimi, « La Côte d'Ivoire fait défaut sur sa dette souveraine », *Les Échos*, 02/02/11



## Les tragédies engendrées par les crises financières sont un thème récurrent au cinéma depuis la crise de 1929

Le séisme financier de 2008 et la crise qu'il a provoquée n'ont pas tardé à inspirer les cinéastes, aux États-Unis comme en Europe. Lors du dernier festival de Cannes, le décevant *Wall Street II* d'Oliver Stone était heureusement encadré par deux documentaires beaucoup plus intéressants : *Cleveland contre Wall Street*, de Jean-Stéphane Bron, sur la dévastation de quartiers entiers en lien avec le système des *subprimes* (voir aussi encadré 5 de l'article 4, *ndlr*) et *Inside Job* de Charles Ferguson, analyse profonde des mécanismes de la crise, avec nombre d'intervenants de très haut niveau (dont Dominique Strauss-Khan, président du Fonds monétaire international et Christine Lagarde, ministre française de l'Économie). Le Français Fabrice Genestal s'est aussi essayé à la fiction avec le peu convaincant *Kratch*, histoire d'un trader apprenti-sorcier fondant ses prévisions sur les modèles climatologiques (sorti le 1<sup>er</sup> septembre 2010). Dévoilé au début de l'année, *In the Air*, de Jason Reitman, mettait déjà George Clooney dans la peau d'un redoutable spécialiste du licenciement. En 2011, le thème devrait continuer d'inspirer, plus ou moins directement, les cinéastes, du Français Cédric Klapisch avec *Ma part du gâteau* à l'Américain John Wells avec *The Company men* (Ben Affleck, Tommy Lee Jones et Kevin Costner étant annoncés à l'affiche).

## La crise de 1929 marquera le cinéma des années 1930

Même si les retombées sociales des crises économiques ont pu constituer la toile de fond d'une multitude de films, des années 1930 aux années 2000, des États-Unis à l'Europe, certaines œuvres restent clairement associées aux grands effondrements économiques ou au monde de la finance. Sans prétendre à l'exhaustivité, on peut ainsi noter, dès 1928, la force d'un film comme *L'argent*, de Marcel l'Herbier, libre adaptation du roman d'Émile Zola. Outre-Atlantique, la crise de 1929 marquera amplement le cinéma des années 1930, avec des œuvres telles que *Les Temps modernes* de Charlie Chaplin, *Les Raisins de la colère* de John Ford d'après Steinbeck, ou les films d'Elia Kazan (à commencer par *La fièvre dans le sang*). En 1946, dans *La Vie est belle*, Franck Capra évoque encore l'univers vorace et mortifère des affairistes sans scrupule... Époque fric et frime, les années 1980 laissent la trace d'un âge d'or de la spéculation, libérée du joug législatif par une série de dérégulations laissant le champ libre aux nouveaux rois des places financières, les *golden boys*.

## Wall Street dénonce la folie d'une finance aveugle

Déjà, en 1978, Jacques Rouffio évoquait les effets des bulles spéculatives avec *Le Sucre*. La même année, Christian de Chalonge évoque les coulisses de l'univers bancaire avec *L'argent des autres*. En 1982, Henri Verneuil se penche sur ce qu'on n'appelle pas encore la globalisation, dressant le portrait d'une grande firme inhumaine seulement guidée par la perspective du profit (*Mille milliards de dollars*). En 1983, John Landis, servi, entre autre par Eddy Murphy, s'amuse à intervertir les rôles entre un *trader* et un escroc dans *Un fauteuil pour deux*. Dès 1988, Oliver Stone entend dénoncer la folie d'une finance aveugle, où tous les coups sont permis, avec *Wall Street*. Loin d'envisager le film comme une dénonciation, les *traders* de l'époque s'emparent du costume et des bretelles du très cynique « héros » du film, Gordon Gekko (incarné par Michael Douglas) et généralisent un nouveau look vestimentaire ! En 1989, avec *Working Girl*, de Mike Nichols, la jungle de Wall Street devient un terrain privilégié de la guerre des sexes. La décennie suivante ne laissera plus de place au doute. En 1998, Al Pacino n'a plus grand-chose à envier à Méphistophélès en patron d'un grand cabinet d'affaires dans *L'associé du diable* de Taylor Hackford. Et l'année suivante, Ewan McGregor prête ses traits à Nick Leeson dans *Trader* de James Dearden. L'histoire d'un spéculateur anglais livré à la démesure de chiffres devenus abstraits, qui fit plonger sa banque, la Barings, en 1995, treize ans avant l'affaire Kerviel.

\*Cette filmographie reprend *in extenso* un article d'Arnaud Schwartz, La crise financière inspire le cinéma, publié le 28/09/2010 sur le site web <http://www.la-croix.com>. Voir aussi l'encadré sur « Cleveland contre Wall Street » dans l'article 4.



Le réalisateur américain, Oliver Stone, à droite, dirige Michael Douglas dans *Wall Street II* (photo: Twentieth Century Fox).

## Inside job met à l'ordre du jour un « code éthique » pour les économistes ?

« La crédibilité des économistes américains laisserait-elle parfois à désirer ? À la veille de son assemblée générale annuelle qui aura lieu jeudi à Denver (Colorado), la prestigieuse American Economic Association (AEA), fondée en 1885, a décidé de s'attaquer à cette épineuse question en proposant d'instaurer un « code éthique » destiné à assainir les relations entre Wall Street et les milieux académiques.

Le comité exécutif de la plus importante organisation mondiale d'économistes (17 000 professionnels), va proposer à ses membres une nouvelle charte visant à obliger les économistes à rendre publiques leurs missions de conseil. L'initiative intervient quelques mois après la sortie du documentaire à succès *Inside Job* de Charles Ferguson qui a mis en lumière les relations parfois incestueuses entre Wall Street et certains professeurs d'université (de Columbia ou Harvard). (...) Parmi les principaux économistes épinglés par le film pour leur manque de transparence figurent le doyen de la Business School de Columbia, Glenn Hubbard, administrateur de MetLife et ardent partisan de la dérégulation financière, Frederic Mishkin, ancien membre du Conseil des gouverneurs de la FED qui avait rédigé un rapport élogieux sur le secteur financier islandais commandé par la Chambre de commerce islandaise en 2006, et l'ancien président du National Bureau of Economic Research, Martin Feldstein, un économiste de Harvard proche de George W. Bush, qui a été administrateur d'AIG de 1988 à 2009.

Source : Pierre de Gasquet, Les économistes américains veulent un « code éthique », *Les Échos*, 03/01/11



## Billet de Nicolas Treich



La publication de ce numéro sur la « Notation financière » coïncide avec le début du partenariat entre les *Cahiers de l'évaluation* et l'Institut d'économie industrielle à la *Toulouse School of Economics* (TSE). Ce numéro devrait intéresser mes collègues de TSE. Dans la continuité des travaux de Jean-Jacques Laffont, TSE a en effet acquis une réputation internationale pour ses recherches sur les problèmes posés par l'asymétrie d'information. Or, la crise financière récente est peut-être l'illustration la plus spectaculaire de l'importance de ces problèmes pour nos sociétés.

Ce numéro des *Cahiers* propose une mise en perspective historique qui aide à comprendre le rôle joué par les agences de notation dans le développement, mais aussi l'effondrement récent, des marchés financiers. Au 19<sup>e</sup> siècle, les agences de notation américaines fournissaient de simples services de vente d'information financière. Dans les années 1930 la législation américaine, obligeant les banques à distinguer les obligations sans risques des obligations risquées, a donné un rôle institutionnel aux agences. Dans les années 1970, l'autorité de surveillance des opérations sur titres aux États-Unis a édicté des règles visant à unifier les évaluations des créances à court terme, renforçant le rôle des agences. Ainsi, la réglementation des marchés financiers s'est progressivement emparée des agences de notation, qui sont devenues ces dernières décennies de véritables auxiliaires de régulation, tout en continuant à bénéficier de la protection juridique du 1<sup>er</sup> Amendement.

Le problème de conflit d'intérêt posé par les agences de notation est bien connu : les agences sont payées par ceux qu'elles notent ; elles ont donc des incitations à bien noter pour attirer le client. Mais les solutions à ce problème ne sont pas claires. Certains proposent d'augmenter la concurrence qui est faible dans ce secteur : les trois grandes agences de notation se partagent en effet 90 % du marché. Mais l'augmentation de la concurrence peut prendre beaucoup de temps, et risque au contraire d'accentuer le conflit d'intérêt puisque le système actuel donne au moins des incitations aux agences en place à maintenir leur réputation. La question est plutôt : ces incitations sont-elles suffisamment fortes ? On peut sérieusement en douter quand on voit que les agences avaient bien noté les produits financiers toxiques avant la crise. L'analyse théorique de l'arbitrage entre la maximisation des profits de court terme et le maintien de la réputation suggère d'ailleurs que des évaluateurs opportunistes ayant de l'information privée peuvent manipuler de manière répétée leurs annonces sans être jamais démasqués (Benabou et Laroque, 1992, *Quarterly Journal of Economics*).

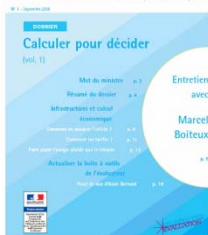
Les solutions à ce problème de conflit d'intérêt impliquent probablement des changements plus importants dans la *business model* des agences. Certains proposent que les investisseurs, et non plus les émetteurs, paient directement la notation. Mais l'information est un bien public : quel investisseur voudra assumer seul le coût d'une notation ? Une autre idée est de rendre transparentes les méthodes de calcul utilisées par les agences. Mais cela réduirait le rôle des critères subjectifs utilisés par les agences, et de fait les incitations à développer des nouveaux outils d'évaluation, véritable valeur ajoutée produite par les agences. Une autre idée, récemment proposée par Mathis, Mc Andrews et Rochet (2009, *Journal of Monetary Economics*), est de créer une « plateforme centrale » qui collecterait d'abord l'argent des émetteurs, désignant ensuite une agence en charge de la notation. Un avantage évident d'une telle plateforme, qui est une des pistes envisagées dans la réforme américaine, est de couper le lien commercial entre les agences et les émetteurs.

Un changement drastique consisterait à adopter un système public de notation. L'évaluation des risques est publique dans beaucoup d'autres domaines : la FDA et l'EPA aux États-Unis ou l'ANSES en France, par exemple, sont en charge de l'évaluation de la plupart des risques sanitaires et environnementaux. Pourquoi les risques financiers devraient-ils être évalués par des agences privées ? Plus précisément, dans quelle mesure la nature des risques et des défaillances de marché, mais aussi le contexte historique et le poids des lobbies, expliquent-ils cette observation ? Je n'ai trouvé que peu de réponses à ces questions dans la littérature académique. Notons d'ailleurs que ces questions se posent peut-être avec encore plus de force quand les agences de notation doivent évaluer non plus la performance financière, mais la performance extrafinancière, un thème qui sera abordé dans le prochain numéro.

**Nicolas Treich** est directeur de recherche à l'INRA et travaille au Laboratoire d'économie des ressources naturelles (LERNA) et à l'Institut d'économie industrielle (IDEI) au sein de **Toulouse School of Economics**. Le LERNA est un centre de recherche en économie de l'environnement (voir <http://www2.toulouse.inra.fr/lerna/>). L'IDEI est un centre de recherche qui offre aux entreprises et aux administrations une interface entre leurs activités appliquées et la recherche en économie (voir à <http://idei.fr/>).



## l'évaluation Cahiers de Mission d'évaluation des politiques publiques



### N° 1 et 2 – Calculer pour décider (sep. 2008)

- **Mot d'Éric Besson, secrétaire d'État chargé de la Prospective, de l'Évaluation des politiques publiques et du Développement de l'économie numérique (volume 1)**
- **Avant-propos de Dominique Bureau et François Écalle (volume 2)**
- **Interview de Marcel Boiteux, membre de l'Académie des sciences morales et politiques, ancien directeur général d'EDF et ancien Président du Conseil d'administration d'EDF**
- **Infrastructures (canaux, routes, ponts, fer...) et calcul économique (volume 1)**  
Comment en mesurer l'utilité ? Comment les tarifer ? Faire payer l'utilisateur plutôt que le citoyen
- **Actualiser la boîte à outils de l'évaluation (volumes 1 et 2)**  
Le point de vue d'Alain Bernard (volume 1) ; le point de vue de Roger Guesnerie (volume 2)
- **Évaluer aujourd'hui (volume 2)**

## l'évaluation Cahiers de Mission d'évaluation des politiques publiques



### N° 3 – Regards croisés sur les politiques publiques (janv. 2009)

- **Mot d'Éric Besson, secrétaire d'État chargé de la Prospective, de l'Évaluation des politiques publiques et du Développement de l'économie numérique**
- **Interview d'Angel Gurría, secrétaire général de l'OCDE**
- **Différentes approches de l'évaluation de l'intervention publique**  
Les actions collectives en faveur des entreprises  
Attractivité des territoires pour les investisseurs : quelle efficacité des actions européennes ?  
Impact macroéconomique des objectifs de réduction des gaz à effet de serre  
Rapport Eddington sur les transports au Royaume-Uni
- **Différentes approches de l'évaluation du service rendu aux usagers**  
Évaluer les services publics en ligne  
Satisfaction des usagers des établissements de santé

## l'évaluation Cahiers de Mission d'évaluation des politiques publiques



### N° 4 – Notation = évaluation ?

#### Vol. 1 – De Michelin à eBay (janvier 2010)

- **Avant-propos de Benoit Coeuré, Directeur général adjoint à la Direction générale du Trésor**  
**Notation, information et confiance**
- **Interview de Pierre Kosciusko-Morizet, PDG de PriceMinister**
- **Notation, information et confiance**
- **Vers la société de notation généralisée ?**
- **Un précurseur : le Guide Michelin**
- **La 3e étoile, un actif fragile ?**
- **Un innovateur : eBay**
- **Notation ou réputation numérique ?**