



# Les failles des agences de notation

Ilanah JOSPÉ

Juliette MONTEFIORE

Émeline TRIN



## Table des matières

Résumé.....	2
Summary .....	3
Problématique.....	4
Les sociétés de notation naissent aux Etats-Unis.....	5
Les conflits d'intérêts .....	8
Les agences de notations sont à la fois « <i>Juge et Partie</i> » .....	8
La crise des subprime en 2008 est le résultat d'un conflit d'intérêt économique.....	9
Les trois grandes agences de notations sont américaines (non Fitch est française) : conflits d'intérêts politiques .....	12
Vers de nouvelles réglementations financières ? .....	14
Interview.....	17
Annexe.....	28
Bibliographie & Webographie .....	29

## Résumé

Majoritairement apparues avec l'avènement des chemins de fer aux Etats-Unis au début du XXe siècle, les agences de notation ont rapidement évolué afin de s'adapter aux évolutions de la finance et des nouveaux marchés. Reflet des mentalités de chaque époque, ces agences ont vu nombres de modifications au cours des années : un recadrage après 1929, puis une forte dérèglementation dans les années 70 afin de s'adapter à l'internationalisation des échanges, et enfin la complexification des marchés financiers avec l'apparition et l'essor de la titrisation au tout début des années 2000.

Les 3 agences historiques ont formé un oligopole difficilement contournable, et règnent toujours en maître.

En produisant une information facile à interpréter par les investisseurs en fonction du type de risque qu'ils désirent prendre, les agences de notation assurent une meilleure allocation des capitaux, diminuent les coûts pour les prêteurs et les emprunteurs, et augmentent l'efficacité du marché. La place que représente aujourd'hui les agences de notation dans le monde financier est donc dû principalement à deux facteurs : d'une part les pouvoirs publics qui, dans les années 1930 puis dans les années 1970, accroissent le rôle des notations dans la réglementation, et 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.

L'influence grandissante des 3 grandes agences de notation sur l'économie mondiale fait de plus en plus débat face à leur incapacité à prévoir les grandes crises économiques (crises asiatiques, éclatement de la bulle internet, crise des subprime et crise de la dette en Europe).

La principale critique concerne leur système de facturation qui favorise l'émergence de conflits d'intérêts entre l'émetteur et les agences de notation. En effet ces dernières font payer l'évaluation à l'émetteur de titres. Elles peuvent donc être tentées de bien noter leurs clients afin de les « fidéliser » et de gagner des parts de marché. De plus, l'inélasticité de la demande et la structure oligopolistique du marché de la notation contribuent fortement au phénomène du shopping rating. Celui-ci consiste de la part de l'émetteur à mettre en concurrence les agences de notation et à sélectionner les plus conciliantes à donner un bon « *rating* ».

Une deuxième grande critique faite aux agences de notation est, qu'elles sont toutes américaines ou sous influence américaine et sont donc soupçonnées de se laisser influencer par des conflits d'intérêts d'ordre politique et économique et d'influencer, en faveur des Etats-Unis, la politique européenne à travers leur « *rating* ».

Ces conflits d'intérêts majeurs d'ordre économique et politique sont en partie la résultante d'un certain nombre de failles telles que le manque de transparence des critères de notation, l'utilisation de méthodes inappropriées, une dérégularisation poussée du secteur ...

La crise des subprime de 2008-2009, aussi dévastatrice aura-t-elle été et continue toujours de l'être, revêt tout de même un avantage ; celui de la prise de conscience des dérives du système bancaire et financier. Si elles avaient déjà été pointées du doigt lors de crises précédentes, notamment lors de la crise asiatique de 1997, c'est l'ampleur et les proportions de cette dernière qui a éveillé les consciences. Aussi, se pose aujourd'hui la question de réformes possibles pour éviter que de telles crises ne surgissent à nouveau dans les prochaines années.

## Summary

Mainly emerged with the advent of railways in the United States in the beginning of the 20<sup>th</sup> century, the rating agencies have rapidly evolved in order to adapt themselves to the evolutions of finance and new markets. Reflection of the mentalities of each period, these agencies have seen a number of modifications during the years: a shift after 1929, then a strong deregulation in the seventies in order to adapt to the internationalization of trade, and finally an increase of the complexity of the financial markets with the advent and continued growth of the securitization in the early 2000s.

The three historical agencies have formed an oligopoly difficult to avoid, and still rule supreme.

By producing information, easy to interpret by the investors, according to the type of risk they are willing to take, the rating agencies provide a better allocation of capital, reduce costs for the lenders and borrowers, and increase the efficiency of the market.

The important place occupied today by the rating agencies in the financial world is thus mainly due to two factors: on the one hand the public authorities which, in the thirties and then in the seventies, increased the role of ratings in the regulations, and on the other hand the financial innovations that need ratings in order to gain investors' trust. The more the rating activity becomes complex, the more background, data, models, skills are required, ensuring the oligopolistic of this activity.

The growing influence of the big three rating agencies on the global economy are more and more subject to criticism in regard to their inability to anticipate major economic crisis (such as the Asian financial crisis, the dot-com bubble burst, the subprime mortgage and the European debt crisis)

The main issue concerns the larger credit rating agency (CRA) charge system, plagued with conflicts of interest between the issuer and the CRAs. In particular, the CRAs charge the issuers rather than investors for their ratings.

These agencies may be tempted to grade upward their clients in order to develop customer loyalty and gain market shares. Furthermore, the rigidity of the demand and the oligopolistic structure of rating agencies greatly contribute to shopping rating. It consists in issuers "shopping" around amongst the big three credit agencies until they found the best ratings.

Credit rating agencies have been subject to another important criticism: while all American, they are suspected to face conflicts of interest between European and USA policy and regulations. Their ratings are suspected to be biased to influence the EC policy in favor of the USA.

These major conflicts of interest about policy and regulations partly result from issues such as the lack of transparency of their rating criteria, the use of inappropriate methods, and a strong financial deregulation.

The subprime mortgage crisis of 2008-2009, as devastating as it has been and still continues being, takes on at least one advantage: that of conscience awareness regarding the drifts of the banking and financial system. If the latest had already been aimed at on the occasion of previous crisis, in particular the 1997 Asian crisis, it is because of the extent and proportions of the 2008-2009 crisis that consciences have aroused. It is thus high time to start thinking about possible reforms so as to avoid that such crisis burst out again in the years to come.

## Problématique

Depuis avril 2011, il ne se passe pas un jour sans que les agences de notation ne soient citées dans la presse : entre la dégradation de la note de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal ; la bavure de Standard et Poor's qui annonce « par erreur » la dégradation de la note de la France ; et le risque probable pour cette dernière et pour l'Allemagne de perdre leur triple A (la meilleure note).

Les agences de notation évaluent le risque de défaut d'un emprunteur (émetteur de titre) et ont pour fonction en théorie de réduire l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les émetteurs de titres. A l'heure actuelle, trois agences américaines ou sous influence américaine dominent le marché de la notation : Standard and Poor's, Moody's et Fitch Rating. Leur influence sur l'économie mondiale est de plus en plus critiquée. Cependant, une majorité des détracteurs eux-mêmes, reconnaissent leur utilité.

Le problème majeur qui leur est reproché est leur manque d'objectivité dû à des conflits d'intérêts qui découlent principalement de leur mode de facturation. En effet, elles sont payées par les émetteurs de titres qu'elles notent. Si elles attribuent une mauvaise note, elles prennent le risque de perdre un client. Ainsi, parfois elles ont choisi de surnoter des entreprises, qui, quelques jours plus tard, faisaient faillite. Ces « erreurs de notation » ont provoqué des crises économiques mondiales majeures ; et pourtant il est quasiment impossible de les sanctionner car elles se protègent derrière le 1<sup>er</sup> amendement de la constitution américaine qui protège le droit d'expression. En effet, leurs notes ne sont que « des opinions ».

Ce problème de conflit d'intérêt est dû à la forte concentration des agences de notation. La structure oligarchique du marché de la notation trouve son origine dans l'historique des agences de notation : Moody's, Standard & Poor's et Fitch ont toutes un siècle d'expertise. Même si cela peut paraître paradoxal face aux critiques actuelles, elles ont la confiance du marché. C'est pourquoi même s'il y avait mille agences de notation, les émetteurs continueraient à se tourner vers ces trois grandes agences.

Au final, ce n'est pas tant le rôle des agences de notation qui est critiqué mais leurs failles, notamment le manque d'objectivité dû aux conflits d'intérêts. Un moyen de contrer cette faille serait de faire payer les investisseurs et non les émetteurs de dette. Cependant, les petits investisseurs ou les PME n'ont pas les ressources nécessaires pour payer des analystes. La solution doit venir de nouvelles réglementations financières qui doivent mieux encadrer l'activité de ces trois agences de notation.

## Les sociétés de notation naissent aux Etats-Unis

La première agence de notation, ou société d'analyse financière de crédit, The Mercantile Agency, a vu le jour en 1841. Sa création fit suite à la crise financière de 1937, et est l'œuvre de Lewis Tappan. Il s'agit d'une organisation de négociants new yorkais sévèrement touchés par la crise, permettant l'édition de rapports portant sur leurs principaux clients.

C'est l'avènement des chemins de fer durant la deuxième moitié du XIXe siècle qui bouleversa définitivement les marchés. En effet, de nombreuses compagnies se créèrent alors, et durent construire des réseaux extrêmement coûteux, avant même d'obtenir toute recette d'exploitation. Ceci rendit l'autofinancement traditionnel impossible. Le système de notation apparut en 1909, lorsque Moody's, agence éponyme, devint la première société à attribuer des notes (ou *ratings*) aux compagnies ferroviaires : de Aaa pour les firmes considérées comme les plus solvables à F pour celles en défaut de paiement. À partir du milieu des années 1910, Standard Statistics, Poor's puis Fitch se lancèrent à leur tour dans la « notation *corporate* ». En 1918, Moody's innova à nouveau en attribuant des notes aux États : le « rating souverain » naquit alors.

La notation connut un développement rapide au cours des années 1920, sous le double effet de la croissance des marchés d'actions et de l'explosion du nombre de fonds de pension et d'investisseurs individuels, principaux clients des agences.

La crise de 1929 fit évoluer le rôle des agences : ces dernières n'analysèrent plus simplement les créances à long terme (obligations) mais aussi celles à court terme (billets de trésorerie). Elles devinrent également de plus en plus régulées, notamment par la Securities and Exchange Commission (SEC) qui édicta des multiples lois financières (cf. les Securities Act en 1933, et Securities Exchange Act en 1934)

*Années 70 : transformation des marchés financiers, dérèglementation et renversement du mode de financement*

A la fin des Trente Glorieuses, la suppression des changes fixes, la montée de l'endettement public et l'essor du commerce mondial, modifièrent conjointement la finance afin de la rendre :

- Déréglementée, avec l'assouplissement ou la suppression des réglementations nationales régissant et restreignant la circulation des capitaux
- Décloisonnée, avec l'abolition des frontières segmentant les différents types de marchés financiers (monétaire, obligataire etc.)
- Désintermédiée, avec 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.

Cette dérèglementation eut lieu car la priorité pour les États était alors de participer à l'essor des échanges internationaux.

Le marché financier se complexifia d'avantage dans les années 70, notamment de par l'apparition des produits dérivés aux Etats-Unis. Le développement de ce nouveau marché, qui n'est pas un marché d'actifs mais plutôt un marché de crédits, correspondait à de nouveaux besoins et à l'apparition de nouveaux risques. Les produits dérivés sont en effet conçus afin d'offrir une couverture aux

investisseurs face au risque de variation du prix d'un actif. Ils ont cependant très vite donné prise aux comportements spéculatifs.

Outres ces modifications majeures, les années 70 ont également vu un renversement du mode de financement des agences de notation. En effet, à la base les notations étaient financées par les investisseurs qui cherchaient à s'informer sur la qualité des actifs financiers qu'ils souhaitaient acquérir. Entre différents placements possibles, ces investisseurs souhaitaient savoir lesquels étaient les moins risqués ou les plus lucratifs. Ils rémunéraient les agences de notation pour cette information en achetant les analyses et les notes émises par les agences concernant des entreprises ou des organismes publics.

Ce système de financement toutefois subit un changement majeur dans les années 1970 puisque à partir de ce moment, les agences facturèrent leurs services non plus aux investisseurs, mais aux émetteurs des titres de dette. Ce changement notable semble s'expliquer par deux facteurs.

Le premier est le développement de la photocopieuse. En effet, grâce à cette nouvelle technologie, de plus en plus d'investisseurs ont utilisé des copies « illicites » des manuels publiés par les agences et ces dernières ont alors vu leurs marges bénéficiaires entamées.

Le second facteur est la crise économique de 73, qui fut particulièrement forte aux Etats-Unis. De nombreuses entreprises ont alors cherché à rassurer et à attirer de nouveaux investisseurs, et l'obtention d'un bon « *rating* » pouvait les y aider. Elles sont ainsi devenues clientes des agences de notation et ont commencé à payer ces dernières pour l'émission de « *ratings* ». Les notations sont devenues des notations sollicitées, permettant aux agences d'avoir accès aux documents leur pouvant être utiles, alors qu'elles étaient majoritairement non sollicitées avant 1970.

Née aux États-Unis dans les années 1980, la titrisation connut une expansion importante en Europe à partir de 2000. Cette opération financière permet à une banque de revendre ses créances sur des marchés spécialisés et ainsi à la fois de se refinancer et de 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...) puis à le céder à une structure ad hoc qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs.

Historiquement, les agences de notation ont eu avant tout une utilité sociale : elles ont répondu au besoin des acteurs économiques de transférer de l'argent dans l'espace et dans le temps, et ont favorisé la constitution d'un gigantesque réseau de transfert de ressources, l'épargne des uns devenant l'investissement des autres. Les agences ont permis l'arbitrage entre le risque de défaut et l'espoir d'un gain. En effet, seule la confiance dans l'emprunteur peut inciter l'épargnant à se dessaisir de ses économies, et c'est pour cette raison qu'il aura fallu l'émergence d'un cadre institutionnel sécurisant les transactions pour que se développent les marchés financiers au-delà des relations interpersonnelles.

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 leur permettent ainsi de faire leur choix. Comme on l'a vu, les agences « modernes » (i.e. nées après 1909) ont été créées afin de renseigner les investisseurs sur la solvabilité des compagnies ferroviaires, guidant ainsi leur choix d'investissements et leur évitant les « prêts à l'aveugle ».... Elles mesurent ainsi la fiabilité financière des sociétés, des institutions et des produits financiers en les notant.

Les notes publiées par les agences de notation 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 a vu son activité s'étendre à :

- Différents types d'émetteurs : entreprises et états
- Différents types de dettes financières

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
- Une échelle de notation à court terme classe l'endettement à moins d'un an.

Chaque échelle de notation est scindée en deux :

- La catégorie « *investment grade* », désignant les investissements faisant courir un risque de crédit acceptable ;
- La catégorie « *speculative grade* » réservée aux valeurs qui présentent un risque de défaut significatif.

Une entreprise bien notée emprunte à moindre coût sur les marchés de capitaux, tandis qu'une note moyenne ou mauvaise dissuade les investisseurs.

Les agences de notation sont un outil incontournable dans le monde ainsi qu'un rouage essentiel des marchés financiers, qui ne souhaitent pas ou ne parviennent pas à se « sevrer » de leurs notations. En effet, 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, soit lorsqu'un émetteur de 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. Ce rôle a été exacerbé par la sophistication croissante des produits financiers, entraînant une difficulté de plus en plus grande à en estimer le risque de défaut. Le marché de la titrisation notamment, particulièrement opaque, 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.

Il faut cependant bien garder en tête que la notation reste une opinion, et repose donc sur une part de subjectivité.

Les agences ne sont que peu contrôlées. En effet, une agence qui donnerait trop souvent des évaluations erronées devrait perdre, à terme, toute crédibilité et donc disparaître. Les agences seraient donc incitées à s'autoréguler sous peine de voir leur réputation mise à mal et disparaître. Cependant cette autorégulation est aujourd'hui mise en cause du fait de l'implication plus ou moins manifeste des agences dans la crise.

Depuis les années 1930, un « terreau » législatif fertile ( i.e. les nouvelles réglementations) 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 : 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.

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* ». Les agences sont ainsi passées au fil des années d'un statut d'« apporteurs d'opinions », chargés d'éclairer les marchés financiers, à celui de corégulateurs des marchés financiers, le nombre de notations a d'ailleurs presque triplé entre 1979 et 1989.

L'internationalisation des marchés financiers a également rendu le recours aux agences quasiment obligatoires. En effet, si l'on peut estimer que les investisseurs nationaux ont le plus souvent une estimation relativement précise du niveau de risque de l'émetteur, les investisseurs étrangers souhaitent généralement disposer d'une appréciation réalisée selon des critères et des échelles qui leurs sont plus familiers. Ainsi l'agence ne s'adresserait non pas aux investisseurs nationaux mais à des investisseurs étrangers désireux de disposer de quelques repères pour apprécier le risque d'un émetteur. Sa note aurait de fait pour vocation moins de communiquer une information à un investisseur que de le conforter dans ses perceptions et analyses et de lui confirmer que les différences qu'il a observées correspondent.

Aujourd'hui, Moody, Standard & Poor's et Fitch sont les 3 principales agences de notation. Elles se partagent plus de 90% du marché de la notation. Elles sont toutes les 3 américaines ou sous influence américaine :

- Standard & Poor's appartient au groupe américain Mc Grax-Hill
- Moody est détenue à 13%, par le fond d'investissement Berkshire Hathaway qui appartient à un milliardaire américain (Warren Buffet)
- Fitch Rating est détenue à hauteur de 60% par Filimalac (groupe français) et à 40% par Hearst (groupe de média américain).

## Les conflits d'intérêts

### Les agences de notations sont à la fois « *Juge et Partie* »

Une des critiques les plus importantes qui ont été faites aux agences de notations concerne les conflits d'intérêts potentiels entre l'agence de notation et l'émetteur de titres qu'elle note. En effet, c'est l'émetteur qui paie l'agence pour que celle-ci évalue sa capacité à rembourser sa dette. Il est donc pertinent de s'interroger sur la partialité et l'objectivité des agences de notation qui se retrouvent à la fois « *juge et partie* » et qui peuvent être enclin à bien noter ses clients pour conserver leur part de marché. Face à cette critique les agences de notations se défendent en assurant qu'il n'est pas dans leur intérêt de donner de bonnes notes (**Annexe 1 : Processus de Notation des Agences**) à leurs clients car elles perdraient la confiance du marché et leur réputation se détériorerait.

Cependant, d'un point de vue plus théorique, Philippe Raimbourg<sup>1</sup> explique qu'une erreur de notation ou une notation « *rapide* » ne causerait pas de tort à la réputation des trois grandes agences en raison de l'inélasticité de la demande et de la situation oligopolistique. Le marché de la notation a une structure oligopolistique<sup>2</sup> car les émetteurs veulent être notés par des agences qui sont réputées auprès des investisseurs. Or les investisseurs font confiance uniquement aux agences qui ont une bonne

---

<sup>1</sup> **Source** : « *Les enjeux de la notation financière* » par Philippe Raimbourg.

<sup>2</sup> Il y environ une centaine d'agences de notations et pourtant les trois plus grandes (Standard and Poor's, Moody's et Fitch) se partagent environ 90% du marché de la notation.

réputation. Cette réputation est obtenue à partir d'un historique de « *ratings* » qui permet de tester la fiabilité des agences de notation.<sup>3</sup> Cependant, il ne peut y avoir d'historique sans demande de « *rating* » de la part d'un émetteur. Ceci a considérablement freiné l'arrivée de nouveaux acteurs sur ce marché et a contribué à renforcer la réputation des trois grandes agences de notation qui existent depuis les années 1900<sup>4</sup>. De plus, la demande est inélastique en raison de l'internationalisation des marchés. En effet, les investisseurs étrangers ont besoin d'une information sur la capacité d'un émetteur à rembourser sa dette, qu'ils puissent comprendre facilement. Ainsi, afin d'attirer les investisseurs étrangers, aussi bien les sociétés de stature internationale que les sociétés de petite taille, ont été obligés d'obtenir un « *rating* ». Ainsi, selon Philippe Raimbourg ces deux conditions expliquent que dans certains cas les agences manquent d'objectivité dans leurs notations. D'une part « *la demande est suffisamment inélastique pour qu'un amoindrissement de la réputation de l'agence résultant d'une notation trop rapide ne se traduise pas par une baisse notable de ses revenus* » et d'autre part « *la structure oligopolistique du secteur de la notation semble suffisamment assurée et les barrières d'entrées suffisamment importantes pour que l'arrivée d'un nouveau concurrent soit très improbable* ».

De plus, la structure oligopolistique de ce marché combinée avec certaines réglementations (telles que les accords de Bâle II<sup>5</sup>) a favorisé le « *rating shopping* »<sup>6</sup> de la part des émetteurs. Il s'agit pour les émetteurs de mettre en concurrence les agences de notation et de sélectionner la plus accommodante.

Ainsi selon la réglementation de Bale II :

- Si un émetteur est noté par une unique agence, c'est cette note que les investisseurs doivent retenir.
- Si un émetteur est noté par deux agences, c'est la moins bonne note qui est retenue.
- Si un émetteur est noté par plusieurs agences, ce sont les deux moins bonnes notes qui sont retenues.

Face à cette réglementation l'émetteur adopte les comportements suivants :

- S'il obtient deux notes identiques, il n'a pas besoin de se faire noter par une troisième agence
- S'il obtient deux notes différentes, il demande à une 3<sup>ème</sup> agence de la noter.

Ainsi une unique notation peut suffire sauf si l'émetteur considère que la note reçue est trop basse. Dans ce dernier cas, l'émetteur cherche une 3<sup>ème</sup> agence et peut fortement favoriser le « *rating shopping* », d'autant plus si l'agence de notation cherche à accroître ses parts de marchés.

### **La crise des subprime en 2008 est le résultat d'un conflit d'intérêt économique**

Certains peuvent objecter que les conflits d'intérêts entre les agences de notation et les émetteurs ont peu d'importance car il y a souvent des conflits d'intérêts dans les relations. Néanmoins dans le cas des agences de notation ces conflits d'intérêts ont eu des conséquences graves sur l'économie mondiale ; elles sont l'une des causes qui a provoqué la crise des subprime en 2008.

---

<sup>3</sup> **Source** : Selon Catherine Lubochinsky, « Pas encore d'espace financier européen sans régularisation européenne des agences de notation », Miméo juin 2004

<sup>4</sup> Moody's a été créée en 1909, Standard & Poor's et Fich ont été créées en 1910 (Source : « *Les agences de notation au cœur du système financier et les critiques* » de Robert Gaillard, docteur en économie.

<sup>5</sup> **Les accords de Bâle II** : « constituent un dispositif prudentiel destiné à mieux appréhender les risques bancaires et principalement le risque de crédit ou de contrepartie et les exigences en fonds propres. » (source : Wikipédia)

<sup>6</sup> **Source** : Catherine Lubochinsky, « pas d'espace financier européen sans régulation européenne des agences de notation, Miméo, juin 2004

Afin de comprendre le rôle néfaste des agences de notation dans la crise des subprime, nous allons brièvement revenir sur le contexte précédant la crise et les différents acteurs qui sont intervenus.

### Un accroissement de la dérégulation

Après la grande dépression, les Etats-Unis ne connaissent pas de crise économique pendant une quarantaine d'années. Durant cette période de prospérité, le marché financier américain est réglementé : les Banques de Dépôts<sup>7</sup> sont locales et n'ont pas le droit de spéculer avec l'épargne de leurs clients ; les Banques d'Affaires sont des petites entreprises en nom collectif.<sup>8</sup> (En nom collectif signifie que les associés des banques d'affaires étaient directement responsables du patrimoine privé des dettes éventuelles de l'entreprise).<sup>9</sup> A partir des années 80, sous l'administration Reagan commence une période de dérégulation du secteur financier. Ainsi par exemple, en 1982 les banques de dépôts sont autorisées à faire des placements à risques. Cette dérégularisation a pour conséquence la concentration du secteur financier américain en 4 acteurs principaux.

### Principaux acteurs du secteur financier à Wall Street dans les années 2000

Les banques d'affaires	Les conglomérats financiers	Les sociétés d'assurance	Les agences de notations
Goldman Sachs	Citigroup	AIG	Moody's
Morgan Stanley	JP Morgan	MBIA	Standard & Poor
Lehman Brothers		AMBAC	Fitch's
Merill Lynch			
Bear Stearns			

Ces 4 leaders de Wall Street sont tous connectés les uns aux autres par l'opération financière de titrisation.

De façon générale, la titrisation est un système financier qui consiste à regrouper un ensemble de dettes qui ont le même profil et le même type de risque. Il peut s'agir d'emprunt immobilier, de dette étudiante, d'emprunt automobile... Une fois agréées, ces dettes constituent des produits dérivés complexes appelées obligations adossées à des actifs (CDO).

Il est important de comprendre, que dans le cas de la titrisation :

- **Les prêteurs** n'assument plus le risque d'un défaut de paiement du prêteur car elles cèdent les crédits à des Banques d'Affaires.
- **Les Banques d'Affaires**, souvent conseillées par les agences de notation, rassemblent les crédits acquis pour en faire des CDO et paient ces mêmes agences pour qu'elles évaluent ces produits.
- **Les investisseurs du monde entier**, en se basant sur les notes délivrées par les **agences de notation** achètent aux Banques d'Affaires des CDO
- **Les emprunteurs** remboursent leurs dettes à ces investisseurs (et non plus aux prêteurs)

<sup>7</sup> **Définition banque de dépôt** : « elles ne reçoivent pas les dépôts des particuliers et recherchent donc les liquidités auprès des autres banques, des marchés monétaires ou de la Banque centrale » (source : Wikipedia)

<sup>8</sup> **Définition banque d'affaire**: « Une banque d'investissement est une banque qui rassemble l'ensemble des activités de conseil, d'intermédiation et d'exécution ayant trait aux opérations dites de haut de bilan (introduction en Bourse, émission de dette, fusion/acquisition) de grands clients corporate (entreprises, investisseurs, mais aussi États...) (source :Wikipedia)

<sup>9</sup> **Source** : [http://lentreprise.lexpress.fr/statut-creation-entreprise/societe-en-nom-collectif-snc\\_11624.html](http://lentreprise.lexpress.fr/statut-creation-entreprise/societe-en-nom-collectif-snc_11624.html)

Sans régulation, ce principe de titrisation a été poussé à l'extrême et a provoqué une crise mondiale.

Premièrement, les prêteurs ne faisaient plus attention à la solvabilité des emprunteurs car ils revendaient le prêt aux Banques d'Affaires. Ces dernières, plus elles vendaient de CDO, plus elles faisaient de profits. Le prix des CDO dépendait de la note que leur donnaient les agences de notation. Ainsi, plus les agences donnaient un bon « *rating* » à ces produits, plus elles gagnaient de l'argent.

Deuxièmement, les investisseurs qui avaient des CDO ont acheté des polices d'assurances à AIG, au cas où l'emprunteur ferait défaut. Cependant, contrairement aux sociétés d'assurances classiques, les spéculateurs ont eu accès à ces couvertures et pouvaient ainsi parier sur des CDO, qu'ils ne possédaient pas. Autrement dit, un même CDO pouvait être assuré plusieurs fois. Le problème est qu'en cas de défaut, le nombre de pertes à rembourser augmente proportionnellement. De plus, AIG n'avait fait aucune provision en cas de pertes car aucune régulation ne l'y contraignait.

Troisièmement entre 2002 et 2003, les prêts subprime (prêt immobilier très risqué) ont considérablement augmenté entre 2002 et 2003 mais une fois assemblés en CDO, beaucoup ont été notés triple A. Il est aisé d'en déduire que les agences de notation, pour éviter de perdre des clients préféraient donner de bonnes notes aux CDO.

Certains ont déclaré tel François Goberville (Interview numéro 1), certainement de bonne foi, que les agences de notation ont été dépassées par les événements et qu'elles n'ont pas bien compris la teneur de ces produits. Cependant, si ça avait été le cas, elles auraient dû suivre leur code de bonne conduite et refuser de noter ces produits.

Dans son livre « La casse du siècle », Michael Lewis<sup>10</sup>, journaliste américain, montre ainsi que les produits titrisés par les agences de notation n'ont pas été évalués correctement. A travers un certain nombre d'exemples, il montre que les modèles de notation utilisés comportaient de nombreuses failles et que les Banques d'Affaires exploitaient ces failles car plus « *l'assemblage de prêts était mauvais, moins il coûtait cher à la banque d'affaire* »

### **Quelques exemples de failles du modèle**

Par exemple pour noter les CDO, les agences de notation ont utilisé les scores FISCO. Ces scores vont d'une échelle de 300 à 850 et mesurent la solvabilité des emprunteurs individuels. Mais le score FISCO n'est pas une mesure très fiable. D'une part, celui-ci peut très facilement être trafiqué par l'emprunteur pour augmenter son score. D'autre part, les agences de notation en ont fait une très mauvaise utilisation : elles ont demandé aux banques d'affaire le score FISCO moyen du CDO et non les scores individuels de chaque prêt. Pour obtenir un triple A, le CDO doit avoir un score minimum de 615. Sans être un as de la finance ou un grand mathématicien, il est aisé de comprendre comment des « *CDO pourris* » ont pu obtenir des triples AAA. Il s'agit uniquement d'un problème de moyenne arithmétique.

Un autre exemple flagrant, donné par Michael Lewis est que les agences de notation n'ont pas fait de différence entre un score FICO avec « un dossier épais » et « un dossier mince ». « Un dossier mince » signifie que l'emprunteur a un historique de crédit faible. C'était le cas d'un certain nombre d'immigrés aux USA qui par exemple avaient un très haut score FISCO car ils n'avaient jamais fait défaut dans le remboursement de leur emprunt pour la simple raison qu'ils n'avaient jamais emprunté d'argent. Encore une fois il est facile de comprendre que pour obtenir de bonnes notes, les banques

---

<sup>10</sup> Il a travaillé comme investisseur, au milieu des années 80, pour la banque Salomon

d'affaires n'avaient qu'à rajouter des prêts des immigrés pour augmenter le score FISCO moyen du CDO.

Au regard de ces éléments, les agences de notation semblent bel et bien avoir été « dupées » par les Banques d'Affaires. Néanmoins, face à la simplicité de ces failles, il est tout à fait pertinent de se poser la question si les agences de notation n'ont pas fermé les yeux afin d'engranger le plus de profit possible. D'autant plus que selon le rapport de la SEC (Juillet 2008), les analystes chargés de la notation et de conseil étaient les mêmes.<sup>11</sup> Comment ne pouvaient-ils pas être au-courant des propres failles dans leurs modèles puisqu'ils aidaient à construire ces CDO en donnant des conseils aux Banques d'Affaires. Fait encore plus troublant, durant cette période, Moody's a multiplié son chiffre d'affaire par quatre ; et peu de temps avant la crise, l'activité des agences de notation en ce qui concerne les CDO représentaient environ 50% de leurs chiffres d'affaires.

### **Les trois grandes agences de notations sont américaines ou sous influence américaine : conflits d'intérêts politiques**

Un autre grand reproche qui est fait aux 3 grandes agences est qu'elles sont toutes les 3 de nationalité américaine. On les soupçonne donc de vouloir influencer la politique Européenne, notamment à travers la notation souveraine.

#### **Quelques éléments sur la notation souveraine**

La notation souveraine consiste à évaluer le risque de défaut de la dette d'un Etat. Cette dette souveraine diffère des titres des autres émetteurs par :

- Le volume engagé (environ 80 milliards d'euros par an pour un Etat)
- La fréquence de leur appel au marché des capitaux (plusieurs fois par mois pour certains Etats)
- La perception des investisseurs d'un risque moins important (Un Etat peut plus facilement lever des fonds pour rembourser l'emprunt par l'intermédiaire des impôts)

#### **Chronologie de la notation souveraine**

**1920** : Naissance de la notation souveraine

**1986** : Moody's décide de noter les Etats dont les obligations ne sont pas émises en dollars

**2002** : Standard & Poor's et Fitch décident de noter les pays Africains

Au total 115 pays sont notés par les agences de notations

Source : « Au cœur des agences de notation » Fabienne Collard

Pour toutes ces raisons, généralement, un Etat bénéficie d'un taux d'intérêt bas lorsqu'il émet des obligations. De plus, les méthodes utilisées par les agences de notation sont différentes de celles appliquées pour les émetteurs privés.

Lors de l'évaluation de la dette souveraine, les agences de notation prennent en considération des critères tels que le PIB par habitant, la stabilité politique, l'histoire des défauts de paiement, la démographie, l'éducation, le taux d'inflation... Cependant la note attribuée est plus une question d'opinion qu'une analyse quantitative rigoureuse. Norbert Gaillard, explique que le mode de facturation des agences de notation n'est pas transparent : avec des « parts fixes » et des « parts variables ». Le montant facturé aux Etats peut aller de quelques dizaines de milliers d'euros ou de dollars par an à plusieurs centaines de milliers d'euros. Il ajoute, qu'il est fort probable que certains pays tels que la France et l'Allemagne par exemple ne paient pas ou peu les agences de notation.

#### **Problèmes de la notation souveraine en Europe**

<sup>11</sup> Rapport de la SEC (Juillet 2008) « La crise des subprime », les rapports du conseil d'analyse n78

Il est tout à fait pertinent de soupçonner les 3 agences de notation d'influencer la politique Européenne à travers la notation souveraine. En effet, les agences de notation ont surévalué des « *produits dérivés pourris* » lors de la crise des subprime, elles ont aussi surévalué des sociétés tels que Enron<sup>12</sup> et Lehman Brothers<sup>13</sup>. Autrement dit, elles n'ont pas su anticiper les crises économiques et la surévaluation

#### **Rappel des faits**

- Fin avril 2010, les notes de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne sont dégradées par les trois grosses agences de notation.
- Le 25 novembre 2011, la note de la Belgique est dégradée par Standard & Poor's qui passe de AA+ à AA.
- Le 18 octobre 2011, l'agence Moody's indique qu'elle place sous surveillance les finances publiques de la France et de l'Allemagne

qu'elles ont faite de produits financiers ou d'entreprises a profité pendant un temps à l'enrichissement de Wall Street et par extension aux Etats-Unis. A l'inverse, en ce qui concerne la crise actuelle de la dette Européenne, il semble qu'elles surréagissent. Par exemple, en mai 2011, le gouvernement espagnol et d'autres investisseurs prennent conscience que les Caisses d'Epargne espagnoles sont proches de la faillite. A ce moment précis, personne n'est en mesure d'évaluer les pertes exactes. Le gouvernement Espagnol promet d'étudier ce dossier et de publier le montant des pertes. Les agences de notation n'attendent pas les résultats de l'enquête ; et estiment la perte financière entre 50 et 80 milliards. En réalité le manque à gagner est moindre et s'avère être de 15 milliards d'euros.<sup>14</sup> Mais il est trop tard, le marché financier a réagi à l'annonce des agences de notation et le taux d'intérêt sur les nouvelles émissions obligataires publiques espagnoles augmentent. L'ensemble des investisseurs ont considéré que l'Etat Espagnol devait recapitaliser les caisses de 80 milliards et non de 15 milliards. En annonçant les pertes de l'Espagne, les agences de notation ont contribué à ce que les économistes appellent, une « prophétie autoréalisatrice ». C'est aussi ce qui se passe avec la Grèce. Lorsque la note de la Grèce est dégradée, le taux de financement du pays s'élève à 27% sur les obligations à dix ans. Elles rendent quasiment impossible l'accès à la Grèce au marché des capitaux et donc à sa sortie de la crise. Certes, il ne faut pas se cacher la vérité : la situation économique des pays européens est mauvaise. Par exemple le journaliste et éditorialiste au Figaro, explique sur son blog que les agences de notation ne jouent qu'un rôle de « *thermomètre* », il ajoute « *Quand on est malade, on n'accuse pas le thermomètre, on se soigne. Or les pays occidentaux sont malades d'avoir trop dépensé, d'être trop endettés* ». On pourrait lui répondre, que lorsque l'on est malade, connaître sa température n'entraîne pas une augmentation de la fièvre. Or c'est ce qui se passe lorsqu'une agence de notation annonce la dégradation d'un pays : les marchés réagissent à la réaction des agences et les agences réagissent à la réaction des marchés. Elles favorisent donc l'établissement d'un cercle vicieux en rendant de plus en plus difficile l'accès aux financements.

Même s'il y a une part de vérité dans la dégradation de la note de certains pays Européens, la conséquence sur l'économie paraît trop importante. D'autant plus que la durée consacrée par les analystes pour se faire une « opinion » du « rating » de la dette souveraine ne prend en générale que quelques semaines. Cela paraît bien peu face aux conséquences sur l'économie mondiale. Ainsi par exemple, selon un consultant interviewé par le journal Libération, pour analyser le risque de défaut de la dette grecque, Standard & Poor's n'a envoyé que 3 analystes à Athènes qui ont simplement rencontré le gouvernement de la Banque Centrale avant de retourner à New York. Cet exemple est

<sup>12</sup> Le 28 novembre, Enron est placé dans la catégorie « Spéculatif » seulement 4 jours avant sa chute

<sup>13</sup> Lehman Brothers était noté triple A, le jour de sa faillite

<sup>14</sup> **Source** : ECONOMIE, 21 juin à 00h00, « Les agences de notation mal notées », Récit Standard & Poor's, Moody's et Fitch évaluent les Etats, alimentent les craintes des marchés financiers.

certainement caricatural manque de fiabilité car nous ne savons pas qui et où travaille le consultant interrogé par Libération

Au final, l'ensemble des dégradations des notes des pays Européens a pour conséquence un affaiblissement de la zone euro, ce qui n'est pas pour déplaire aux Etats-Unis.

Pour conclure, les failles des agences de notation sont au nombre de trois classées par ordre d'importance :

- Un manque d'objectivité en raison des conflits d'intérêts économiques et politiques
- Un manque de transparence des critères utilisés
- Une utilisation de méthodes inadaptées

## Vers de nouvelles réglementations financières ?

Avec la crise des subprime de 2008-2009, la cartographie du monde de la banque et de la finance s'est vue modifiée et avec elle, s'est tout un système financier qui a été ébranlé. Ainsi, si cette crise aussi dévastatrice (*Tableau 1*) aura-t-elle été et continue toujours de l'être, elle revêt tout de même un avantage ; celui de la prise de conscience des dérives du système bancaire et financier. Si elles avaient déjà été pointées du doigt lors de crises précédentes, notamment lors de la crise asiatique de 1997, c'est l'ampleur et les proportions de celle de 2008-2009 qui a éveillé les consciences. Aussi, se pose aujourd'hui la question de réformes possibles pour éviter que de telles crises ne surgissent à nouveau dans les prochaines années. « Nouvelles réglementations », « renforcement des règles prudentielles », « plus grand contrôle des entités financières »... autant de propositions et de solutions que les pays du monde entier tentent, avec plus ou moins de succès, de mettre en place.

	2008			2009		
	Croissance	Chômage	Déficit public	Croissance	Chômage	Déficit public
<b>USA</b>	0%	5,8%	-6,7%	-2,6%	9,3%	-12,9%
<b>France</b>	0,09%	7,8%	-3,3%	-2,5%	9,4%	-7,6%
<b>Allemagne</b>	1%	7,3%	0,04%	-4,7%	7,5%	-3,1%
<b>UK</b>	-0,07%	5,6%	-4,9%	-4,9%	7,5%	-10,3%
<b>Japon</b>	-1,2%	4%	-4,1%	-5,2%	5,1%	-10,2%

*Tableau 1 - Source FMI*

Une première mesure correctrice serait de revenir au modèle initial des agences de notation (modèle abandonné dans les années 80), à savoir un modèle basé sur le principe de l'« investisseur-payeur ». Ainsi, les investisseurs souhaitant placer leurs capitaux paieraient pour s'octroyer les services des agences de notation et ainsi connaître la qualité de la dette qu'ils souhaitent acheter. Un tel système limiterait le risque de conflit d'intérêt qui existe et qui est inhérent au système « émetteur-payeur ».

Une deuxième mesure corrective serait de remédier à la structure oligopolistique du marché des agences de notation en ouvrant ce dernier à la concurrence. Il existe déjà une petite trentaine d'agences sur le marché, mais les trois principales réalisent à elles seules 95% du chiffre d'affaires généré sur ce marché. Par ailleurs, une concurrence suffisamment large permettrait d'éviter la cartellisation qui se manifeste aujourd'hui par une certaine complaisance et un soutien mutuel dans les évaluations de la dette. De plus, et dans la mesure où une dette doit être notée par deux organismes, le choix est rapidement fait ! Par ailleurs, elle permettrait aussi d'augmenter le niveau de précision des analyses faites par les agences elles-mêmes mais aussi d'abaisser leurs tarifs ce qui permettrait aux investisseurs, dans le cadre d'un système « investisseur-payeur », d'y avoir plus facilement recours. Enfin, une concurrence plus parfaite, permettrait aussi de lever le voile sur l'opacité, fortement reprochée, de leurs méthodologies de notation.

Une troisième mesure corrective serait de créer une agence de notation publique et non privée comme c'est le cas aujourd'hui. En effet, étant privées, les agences de notation ont un souci de rentabilité exacerbé. De plus, la notation est une activité complexe et très chronophage, aussi les agences de notation doivent de fait sélectionner les sociétés sur lesquelles concentrer leurs efforts intellectuels. Cette mesure est d'ailleurs préconisée par la SEC (Securities and Exchange Commission - l'Autorité des marchés aux USA). Toutefois son rôle serait limité au seul territoire américain car se poserait alors le problème des disparités de notation dans les pratiques et un conflit d'intérêt hors des frontières américaines.

Une quatrième mesure corrective serait d'exiger de la part des agences de notation de remettre l'intégralité de leurs rapports de recherche aux investisseurs. En effet, à ce jour seul un communiqué de presse succinct officialisant la note attribuée est mis à disposition. Toutefois, les agences de notation s'y opposent vivement. Par ailleurs, dans la mesure où une marge d'erreur existe dans les notations attribuées, et que les marchés prennent les « *ratings* » des agences pour argent comptant, une telle transparence permettrait justement de ne pas déstabiliser les marchés et entacher la confiance des investisseurs. Ainsi avec plus de transparence, ces derniers pourraient mieux apprécier la qualité de la note pour prendre les bonnes décisions et agir dans le droit chemin. Une telle mesure ne vaudrait que dans la mesure où un système oligopolistique serait toujours en place.

Une cinquième mesure corrective serait la création d'une agence de notation à l'échelle européenne, à l'instar de ce que le Japon a fait avec la Japan Credit Ratings, qui viendrait contrer l'hégémonie américaine. Une telle proposition a été faite par Jean-Claude Juncker, premier ministre luxembourgeois et président de l'Eurogroupe, puis reprise par Angela Merkel en mai 2010. Par ailleurs, elle a été plus récemment reprise par Michel Barnier, commissaire européen chargé des services financiers : « *le paysage des agences, compte tenu de leur importance, est très concentré dans quelques mains. Je réfléchis, sans improvisation, à l'idée, la faisabilité et à la valeur ajoutée d'une agence supplémentaire, qui serait européenne... Il ne m'appartient pas de juger si une notation est correcte ou non. Mais je m'attends à ce que les agences de notation soient rigoureuses et responsables dans leur processus d'évaluation et totalement impartiales dans leur évaluation* ». Toutefois, une telle institution susciterait tout de même un problème d'intérêt. En effet, elle serait financée par les débiteurs qu'elle serait, entre autres, amenée à évaluer, à savoir les Etats. D'ailleurs, en novembre 2011, Bruxelles remettait en question un tel projet : « *Nous avons étudié la création d'une agence européenne mais avons conclu qu'elle poserait des problèmes de conflits d'intérêts et serait pour l'heure peu crédible sur les marchés* ». La Commission européenne préfère, en effet, mettre en place un principe de rotation : l'émetteur ne pourra plus recourir, au bout d'une période donnée et inférieure à 3 ans, systématiquement à la même agence pour faire noter sa dette. Ce principe de rotation ne s'appliquerait pas aux Etats et à leurs dettes souveraines car la notation des Etats est majoritairement

non-sollicitée. En effet, soit pour une question d'image les agences de notation décident de leur plein gré de noter un Etat, soit elles le font pour les besoins de leurs clients.

Toutes ces mesures, aussi pertinentes soient-elles, ont du mal à voir le jour dans la mesure où le système semble a priori difficilement réformable. En effet, ces mesures suscitent l'agacement des « *big three* ». Aussi Standard & Poor's s'exprimait en ces mots : « *Pour ouvrir davantage le marché de la notation, il serait plus judicieux de mettre fin à l'obligation de s'y référer dans des réglementations financières plutôt que d'introduire de nouvelles contraintes portant atteinte à sa qualité et à sa crédibilité* ». Par ailleurs, du fait de la complexité de l'organisation politique européenne les prises de décision se voient considérablement ralenties. Aussi, les Etats-Unis semblent beaucoup plus avancés en termes de réformes comme en témoigne le Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act adopté en juillet 2010.

Cette réforme s'inscrit dans le processus initié par le G20 et appelant à la mise en place d'une nouvelle régulation financière internationale via notamment le renforcement de la supervision du système bancaire. Plus précisément et concernant les agences de notation, cette réforme vise à les encadrer et superviser. Aussi le Dodd-Frank Act prévoit de créer au sein de la Security and Exchange Commission (SEC) une cellule qui aura le pouvoir de retirer l'homologation de certaines classes d'actifs jugées trop risquées et les règles de fonctionnement seront redéfinies : séparation des activités de vente, d'audit et de conseil, prévention des conflits d'intérêts, mise en place d'un code éthique. De plus, une réflexion est en cours sur des alternatives à l'utilisation de notes et sur la mise en place d'un tirage au sort des agences chargées de noter des produits de titrisation. Enfin, des règles prudentielles ont été introduites pour encadrer la titrisation.

Si les agences de notation ne sont pas responsables de la crise de 2008-2009, elles y ont fortement contribué du fait justement de leurs failles inhérentes. Aussi certains rapports, dont celui émis par le Sénat américain, s'accordent à dire que la crise aurait pu être évitée si supervision du secteur financier il y avait eu, si les agents financiers et décideurs n'avaient pas occultés « volontairement » (du fait des profits qui pouvaient être engendrés) les signes annonciateurs, si la dérégulation et le laisser-faire n'étaient pas les maître-mots et si les investisseurs n'accordaient pas une confiance aveugle aux évaluations des agences.

Aussi pour éviter qu'une telle crise financière voit à nouveau le jour, les politiques tentent de mettre en place des réformes afin d'encadrer et superviser les agences de notation. Toutefois, les choses ne se font pas de la même façon et à la même vitesse selon le continent. Aussi, si les Etats-Unis semblent très avancés en la matière, l'Europe peine à mettre place, de par sa structure, des réformes. De plus, et malgré les nombreuses mesures correctives potentielles énoncées, un modèle parfait ne semble pas exister. Toutefois, et en attendant, il apparaît crucial qu'un code éthique soit instauré afin d'instiller un peu de déontologie dans le fonctionnement interne de ces organismes trop laxistes et orientés « profit à tout prix ».

## Interview

**Retranscription entretien, François Goberville, Responsable et directeur des risques et des procès des opérations chez HSBC, le 2 janvier 2012**

**JM : Brièvement pouvez-vous m'expliquez quel poste avez-vous occupé en salle de marché et quel est votre poste actuel ?**

FG : Pendant une dizaine ou une quinzaine d'années, j'ai été responsable du « *trading* » obligataire et du change au Crédit Agricole dans la salle des marchés. A ce titre j'étais responsable de l'équipe qu'on appelle « *Fixed income* » qui était très directement impliquée dans les placements des dettes d'Etats, donc l'achat des dettes d'Etats au trésor de la zone euro et du placement de cette dette. Forcément on avait énormément de liens avec les agences de notation et les décisions des agences de notation nous affectaient complètement. Maintenant, je suis chez HSBC où je m'occupe des risques et des procès des opérations, de tout ce qui est contrôle. A ce titre j'ai plus d'échanges avec la salle des marchés et les fonctions supports m'intéressent et donc je ne suis plus impliqué dans les problématiques de « *tradings* ».

**JM : Merci. En ce moment, on n'arrête pas de parler des agences de notation car elles dégradent les notes de certains pays Européens. Certains ont dénoncé le fait que la note de l'Angleterre n'a toujours pas été dégradée alors que l'Angleterre a un endettement supérieur à celui de la France par exemple. Comment se fait-il que pour le moment l'on n'ait pas touché à sa note ?**

FG : Alors ça c'est quelque chose d'important. On dit beaucoup de choses des agences de notation, principalement parce que ces agences de notation sont américaines. Les trois principales agences sont « Standard & Poor's », « Moody's » et « Fitch Ratings ». Ce sont elles qui font la pluie et le beau temps sur les « *ratings* » des émetteurs. Sachant que ces agences de notation sont payées par les émetteurs pour donner des « *ratings* » qui servent ensuite aux investisseurs de repères. Afin de pouvoir placer leurs argents en fonction des « *ratings* » avec un rendement qui diffère en fonction du « *rating* ». S'il y a un *rating* AAA, c'est le rendement le plus faible possible et si c'est un « *rating* » D c'est un rendement qui peut aller jusqu'à 20-25%. Ce qui est important de savoir, c'est que les agences de notation sont toujours considérées comme étant pas complètement indépendantes, car c'est les émetteurs qui les paient pour avoir des *ratings*. Donc je pourrais très bien avoir un conflit d'intérêt entre je note bien mon émetteur, il est content et il me redemandera de lui faire un « *rating* ». Il se trouve qu'actuellement, c'est complètement le contraire. Bien que les agences de notation ne soient pas complètement indépendantes, la réalité est que là, elles sont entrain de faire leur job. Elles sont en train de regarder les chiffres, les chiffres économiques et elles en déduisent qu'une grande partie des pays européens ont de sérieux problèmes.

**JM : Quelles sont ces problèmes exactement ?**

Alors pourquoi, ils ont de sérieux problèmes c'est qu'ils ne regardent pas... Les agences de notation quand elles notent, ne regardent pas qu'un ou deux critères mais plein de critères. Ces critères vont du pourcentage de dette par rapport au PIB, comme on le dit souvent, mais elles regardent aussi le niveau de dette sociale, la démographie, la croissance, les exportations, l'éducation, la stabilité économique, l'économie... Donc c'est beaucoup plus compliqué qu'il n'y paraît. Par exemple, les pays émergents peuvent très bien avoir un faible ratio de dette et avoir un « *rating* » très bas car leur stabilité politique est très faible. Donc qu'est-ce qu'il se passe actuellement en l'Europe, qui est un problème bien spécifique par rapport à l'Angleterre, c'est que les pays européens se sont endettés tous

les uns après les autres, de manière indépendante mais avec la même monnaie. Donc les Grecques ont emprunté en euro, les Portugais ont emprunté en euros, les Français ont emprunté en euro et les Allemands de même. C'est la même monnaie, on pourrait se dire que c'est les mêmes taux. La problématique, c'est que c'était vrai quand ça allait bien et depuis qu'il y a eu la crise Lehman, il y a eu besoin de beaucoup de refinancement. Les Etats ont dû recapitaliser leurs banques. Par exemple le cas le plus important est celui de l'Irlande qui avait un secteur bancaire très important par rapport à son PIB. L'Irlande a donc du recapitaliser ses banques et donc forcément aujourd'hui, il faut payer et c'est les contribuables qui doivent payer. Cela se traduit par une hausse des impôts, une baisse des dépenses publiques et donc forcément une forte baisse de la croissance et s'installe un cercle vicieux entre le chômage et la décroissance... Ça pose problème et c'est pour cela que les agences ont dégradé l'Irlande comme elles ont dégradé le Portugal, la Belgique... qui ont des problématiques du même ordre. Quand on dit la France va être dégradée, on a des chiffres qui ne sont pas très bons. Il faut le reconnaître, on a des chiffres meilleurs que les autres mais qui ne sont pas très bons. Si on compare ces chiffres à ceux des UK, on peut dire qu'en effet on a à peu près les mêmes chiffres, la même dynamique... La problématique la plus importante, et c'est pour cela que les agences nous menacent et menacent moins l'Angleterre pour le moment, c'est que nous n'avons pas la maîtrise de la Banque Centrale. La Banque Centrale Européenne a comme mission, c'est dans les traités européens de lutter contre l'inflation. C'est sa principale mission. La mission de la Banque Centrale aux UK est de lutter contre l'inflation mais aussi contre la décroissance pour la reprise économique. C'est donc là qu'il y a une grande différence car à la suite du problème Lehman, la Banque d'Angleterre a commencé à acheter des titres anglais. Ce qui revient en fait à détruire des titres, à les démonétiser et du coup à créer de la monnaie. Ce n'est pas du tout ce que veut faire la Banque Centrale Européenne pour le moment. La Banque Centrale ne fait pas vraiment ça... un peu sans le dire, disons qu'elle en fait pas beaucoup et ça ne suffit pas. Il y a donc une grosse défiance de la part des investisseurs. Si un pays européen ne peut pas créer de monnaie et qu'il est en difficulté financière et bien alors il doit faire faillite. Et c'est ce qui se passe avec la Grèce. C'est totalement différent qu'avec la Grande Bretagne où s'il y a une problématique pour rembourser les emprunts, c'est la Livre Sterling qui devient faible, et donc c'est un problème de devise. C'est-à-dire que la Banque Centrale Anglaise va créer de la monnaie en rachetant des dettes du pays et donc dévaloriser la valeur du Livre Sterling mais il n'y aura pas forcément un défaut sur la dette. Du coup, il n'a pas besoin de dégrader la note des UK, car il faut se souvenir que le « *rating* » est basé sur la capacité de l'émetteur à rembourser sa dette et ne sert pas à autre chose que cela. Le triple A, c'est remboursement obligatoire et complet pendant les 30 prochaines années.

**JM : Lorsqu'une agence de notation note une entreprise ce n'est pas exactement la même chose que lorsqu'elle note un pays ? N'y a-t-il pas un peu moins de conflits d'intérêts ?**

**FG :** Il y a un peu moins de conflits d'intérêts bien que les agences de notation soient demandées par les Etats qui demandent un « *rating* ». Il y a donc aussi un conflit d'intérêt. Après les agences de notation ne « *rate* » pas tous les pays. Certains pays ne sont pas « *ratés* » car de 1) ils ne l'ont pas demandé et de 2) les investisseurs ne l'ont pas demandé non plus. Bon en effet, il y a moins de conflits d'intérêts mais les Etats ont quand même besoin des agences de notation. Par exemple, la CAF qui est un émetteur spécifique de la Sécurité Sociale française, a dû faire appel aux agences de notation, il y a 15 ans pour avoir un « *rating* » qui soit équivalent à celui de la France. Or la CAF appartient à l'Etat. Il y a un flux continu de demande entre les Etats et les agences de notation.

**JM : Lors de la crise des subprime les agences de notation ont donné à des produits dérivés un triple AAA alors que ces produits se sont révélés spéculatifs. Quelle est votre opinion à ce sujet.**

**FG :** Oui, alors c'est intéressant. Les agences ne notent pas des produits dérivés. Les produits dérivés c'est quelque chose de bien plus spécifiques : c'est des couvertures sur des obligations. Les agences, ce qu'elles notent c'est l'obligation elle-même. L'obligation c'est le papier, enfin ce n'est plus du papier aujourd'hui car tout est informatisé, mais c'est le fait d'emprunter quelque chose. Ce qui s'est passé pour les crises des subprime c'est ce qu'on appelle les MBS (Mortgage Back Security). C'est ce que l'on appelle la titrisation. On prend les dettes d'un petit peu partout. Il peut s'agir de votre dette quand vous allez acheter un appartement ou celle de vos parents... Et tout cela va être regroupé à l'intérieur d'une communauté de dettes qui va être mis en commun. Ensuite on émet un papier qui reflète la qualité de ces dettes. Ce papier dit, voilà on a fait un paquet avec des dettes de gens qui ont un peu près le même type de profil, qui achètent le même type de biens et l'on peut dire que ces biens mit tous ensemble et en appliquant des cotes de 20% sur l'actif qu'ils ont, par exemple, en disant voilà ils ont acheté un appartement en France, donc vous empruntez, et donc il y a une garantie et vous dites en plus j'applique une décote de 20% sur cet actif et donc avec tout cela il n'y a aucune raison pour que tartempion et tartempionne ne remboursent pas tous leurs dettes. En plus de cela, je fais l'hypothèse que 95% des gens vont me rembourser et que 5% ne vont pas me rembourser. Je mélange tout cela et j'en fais un papier qui représente tout ce risque-là, avec un taux qui représente justement ce risque. Et là vous demandez aux agences de notation de vous noter ce papier. Et les agences de notation quand elles voyaient les précautions et les types d'actifs qu'ils y avaient, elles en concluaient que c'était un papier ou a priori il n'y avait pas de risques, vu toutes les précautions. Qu'est-ce qui s'est passé sur le marché des subprime, c'est qu'ils ont été très loin là-dedans, et ils n'ont pas pris au fur à mesure toutes les précautions. Les agences ont été un peu laxistes ou ont été un peu ... quand on dit laxiste ce n'est pas évident, c'est qu'elles n'ont pas bien vu le problème. Elles se sont laissées un peu dépasser par les événements et le fait que le marché immobilier américain perde entre 20% et 30% en quelques mois a fait que tout d'un coup, tous ces papiers et tous ces gens n'ont pas pu rembourser leurs prêts avec la crise économique et avec le démarrage d'un chômage important aux USA. Il faut savoir qu'il y a une grosse différence entre les USA et la France. Aux Etats-Unis, si vous n'avez plus d'argent pour rembourser votre maison vous pouvez dire, je vous redonne la maison et vous me supprimez mon prêt. Et si votre maison vaut moins que votre prêt, la banque perd direct. C'est elle qui prend. Alors qu'en France vous ne pouvez pas dire ça. Si votre prêt est de 100,000 euros et que votre maison vaut 80,000 euros, vous ne pouvez pas donner votre maison comme cela... ben non vous donnez la maison mais en plus vous devez 20,000 euros. Et donc aux USA tout ce bazar-là, s'est retrouvé dans un mauvais état : il y avait des gens au chômage, ils n'ont pas remboursé, la qualité des actifs a baissé, le prix de l'immobilier a baissé et donc du coup les titrisations qui étaient notées triple AAA se sont retrouvées complètement non remboursables. Ce ne sont pas forcément les agences de notation qui ont mal fait leur boulot au démarrage. Quand elles ont noté les papiers dans un univers bien bordé comme en 2005 et 2006 où il y avait toute cette industrie de la titrisation, elles ont été assez prudentes. Les papiers étaient relativement bons sauf qu'elles n'ont pas vu et personne n'a vu ou très peu de gens qu'il y avait un débordement énorme du système. On titrisait des appartements, des immeubles sur une bulle immobilière et quand la bulle a éclaté, les papiers ne valaient plus rien.

**JM : Mais au final, les agences de notation sont-elles utiles ?**

**FG :** Elles sont utiles et très importantes. C'est une protection pour l'investissement. En fait, il y a plusieurs types d'investisseurs, il y a les gros investisseurs qui peuvent avoir leurs propres agences d'analyses internes. Mais la plupart des investisseurs ne peuvent pas se payer les conseils de gens en interne. C'est très compliqué. Il faut un référentiel et il est possible à travers ces 3 agences. Maintenant on peut toujours dire, est-ce qu'elles ont la bonne approche, est-ce qu'elles sont assez prudentes, est-ce qu'elles comprennent bien les choses, est-ce qu'elles sont si impartiales que cela. Il

ne faut pas oublier que ce sont des agences américaines. Forcément il y a des intérêts politiques et on peut avoir de vrais doutes. Par exemple si l'on est l'Iran ou la Corée du Nord, il y a peu de chance que ces pays puissent se faire noter par les agences américaines. Après vous avez des agences qui se créent, il y en a une, je ne me souviens plus du nom qui va arriver en 4<sup>ème</sup> position. Bon c'est une toute petite agence, quelques centaines ou milliers de personnes. Il y a aussi une agence chinoise qui fait beaucoup parler d'elle car elle note les Etats avec une méthode chinoise qui n'est pas forcément mauvaise. Et là les états comme les USA ou la France ne sont plus du tout triple AAA mais plutôt F, et la Chine est triple A. La réalité est que chacun voit le bout de sa lorgnette. La Chine n'est clairement pas un Etat triple A car la stabilité politique n'est pas d'une évidence absolue et la transparence du système financier est extrêmement faible.

**JM : Donc les agences de notation sont utiles mais ne pensez-vous pas qu'il serait pertinent de les sanctionner quand elles se trompent ?**

FG : Mmmm... Le problème des sanctions... Déjà tout le monde peut se tromper, vous pouvez avoir des conditions qui changent. Généralement, le problème des agences de notation c'est qu'elles sont un peu lentes à réagir. Là où il y a eu une petite volonté de donner une sanction, c'est quand il y a eu un départ de chez Standard and Poor's qui avait envoyé la dégradation de la France. Il avait dû préparer le coup en se disant qu'un de ces jours la France allait être dégradée. Et y a eu un communiqué disant que la France était dégradée. Le jour d'après, ils nous disent qu'ils se sont trompés et s'excusent. Dans ce cas-là, c'est clair que vous pourriez avoir une sanction car quelque part c'est très pénalisant. Mais de façon générale, je ne pense pas que les sanctions soient très utiles. On pourrait plus se poser la question sur : pourquoi les agences sont américaines et pourquoi se sont des boîtes privées. C'est tellement important maintenant qu'il faudrait peut-être mieux avoir une agence multiculturelle, nationale, qui « rate » les pays, les émissions de dettes...et qui soit totalement neutre vis des pays ou des entreprises. On pourrait avoir une sorte de super agence.

**JM : On a parlé pendant un moment de créer une agence de notation européenne mais le projet est tombé à l'eau. C'est ce qu'il faudrait non ?**

FG : Oui mais le problème est qu'il s'agissait d'une agence de notation européenne privée. L'idée serait d'avoir une agence supranationale du même type que le FMI qui a sa propre vision de la qualité de chacun des pays. C'est un peu dangereux de laisser ces analyses à la merci de quelques boîtes américaines qui peuvent être suspectées de connivence entre eux et l'émetteur. Pour l'instant, c'est le contraire qui se passe : les émetteurs râlent beaucoup car les agences, pour le moment, dégradent. Le problème aussi de tout cela, c'est que lorsqu'une dette est dégradée, les investisseurs ne peuvent plus acheter de cette dette par construction. En effet leur fond d'investissement leur interdit d'acheter une dette qui n'a pas telle ou telle note au minimum. Plus vous dégradez, plus vous restreignez l'accès au fond international.

Bon après de là à dire que les agences de notation sont toutes pourries et pas utiles, ce n'est pas très approprié. D'abord un Etat doit faire attention à ses finances et il a sa propre monnaie. Donc on a un vrai problème en Europe, il ne faut pas se le cacher. On a de multiples émetteurs de dettes d'Etat avec des performances économiques très variées, et l'on a qu'une seule monnaie. Et cela est un problème très grave qui est entrain de péter. Il y a deux solutions à ce problème : soit on revient vers des monnaies nationales. Soit on va vers plus d'Europe avec un fédéralisme plus important, une émission unique de monnaie et un trésor unique. Mais on en est très loin. Maintenant il faut aussi que les Etats se désendettent pour repartir sur une base plus saine. Juste une chose pour finir, on parle beaucoup de la dette brute, de l'emprunt en lui-même mais on ne parle jamais de ce qu'il y a derrière ces dettes. Et

cela est un vrai sujet. Par exemple, l'Etat français a une dette mais elle a aussi d'énormes actifs. Ce que je trouve bizarre, c'est qu'il y ait très peu de gens qui parlent de cela. Ils disent tous qu'il y a une très grosse dette en France mais il y a des choses derrière cette dette. Si vous achetez un appartement 100,000 euros et que vous avez emprunté 80,000 euros pour l'acheter. Ok on peut regarder les 80,000 euros de dette que vous avez mais on peut aussi regarder les 100,000 euros que vous avez en actif. Ce n'est pas du tout le même risque. En France, il y a plus d'actifs que de dettes. Il y a plus de choses que de dettes. L'Etat a des participations dans des boîtes, dans tout et n'importe quoi, il a aussi des terrains, des immeubles... Donc il n'y a pas qu'une dette brute, il n'y a pas rien. C'est aussi un problème car on nous juge sur une dette brute et la notion de dette nette devrait être plus prise en considération. Maintenant quand on demande de l'argent, vous ne pouvez pas vendre tout et n'importe quoi. Vous ne pouvez pas vendre le château de Versailles parce qu'il faut rembourser les deux ou trois milliards de prêts qui tombent dans 3 jours. C'est ce qui s'est passé en Grèce. La Grèce a des actifs, le problème c'est que ces actifs ne sont pas liquides. Vous ne pouvez pas les vendre comme cela.

**JM : Je vous remercie pour le temps que vous m'avez consacré.**

**Retranscription entretien du 05 janvier 2012, Xavier CAROEN, analyste « recherche action » chez Kepler Capital Markets pour le secteur automobile**

**ET : Bonjour Xavier, tout d'abord je souhaite vous remercier de m'accorder cet entretien, en plus un peu au dernier moment...**

XC : Bonjour, pas de quoi, y a pas de soucis.

**ET : Comme je vous l'ai dit dans mon email, j'ai quelques questions à vous poser sur les agences de notation, et sur les failles qu'elles pourraient présenter.**

XC : Oui

**ET : Mais d'abord, est ce que vous pouvez me parler de votre métier, de ce que vous faites etc ?**

XC : Oui, pas de problème. Alors je suis ce qu'on appelle « analyste recherche action », chez un broker, et suis sur le secteur automobile. Ce que je dois faire, pour résumer assez vite en gros c'est que je dois faire une analyse des comptes, des résultats, de la stratégie d'une entreprise sur le secteur automobile qui est cotée en bourse (Renault, Peugeot, Saft...). L'objectif de ça, c'est de donner un avis financier sur l'entreprise et de déterminer quelle est sa valeur afin de savoir si oui ou non le cours de bourse reflète la réalité. En fait c'est un peu comme un agence de notation qui donne un avis sur la solvabilité d'un Etat ou d'une entreprise sauf que là moi je fais ça sur des entreprises et j'analyse l'ensemble de son activité. Je dois faire des prévisions sur son CA, sur son résultat et donner un avis. L'objectif est de conseiller les gérants de fonds d'investissement, qui doivent gérer des fonds de retraite ou les fonds mis par les particuliers dans les banques.

**ET : D'accord, parfait, bon bah merci, c'est plus clair maintenant ! Alors voici donc maintenant ma première question : les agences de notation vous semblent-elles aujourd'hui indispensables ? Je veux dire que si elles n'existaient pas, vous pensez qu'il faudrait les créer? Est-ce que vous pensez que leur modèle actuel est encore adapté ?**

XC : Alors, pour moi, les agences de notation ont clairement leur rôle à jouer dans notre monde économique car elles permettent au marché d'être efficient et transparent, parce qu'elles analysent les comptes des entreprises en donnant une note sur leur solvabilité. C'est pour ça que j'te je réponds que oui ; si elles n'existaient pas il faudrait les créer car elles permettent aux créanciers d'évaluer le risque au travers de modèles financiers. Bon, par contre, le modèle actuel, avec trois grandes agences de notation qui ont autant d'impacts sur les marchés boursiers n'est à mon sens plus adapté.

**ET : Vous parlez de Moody's, Fitch et SPoor's, c'est ça ?**

XC : Oui, oui, c'est exactement ça. Bah ça, enfin, ce modèle n'est à mon sens plus adapté. Les analyses et les commentaires des agences ne font qu'accentuer la pression sur les rendements demandés par les créanciers, ce qui provoque un effet boule de neige car l'emprunteur voit ses taux d'intérêts augmenter ce qui accentuera sa probabilité de défaut. Ya aussi le fait que les différentes erreurs de déclaration nous permettent de croire que les recherches effectuées et le travail d'analyse ont finalement moins d'importances que l'effet d'annonce en lui-même. Des erreurs de calculs avaient même été observées dans la notation de la dette Française. En fait, l'informatique a révolutionné le monde de la finance de marché qui a aujourd'hui la capacité technique de réagir très rapidement à la moindre information.

**ET : D'accord, et selon vous, on peut encore avoir confiance en leur notation ? Est-ce que ça vous paraît normal qu'elles soient rémunérées par leur clients ?**

XC : Alors, là il faut distinguer les agences de notation privées des agences de notation étatiques. Moody's, Fitch et SPoor's font parties de la première catégorie. Mais Coface, c'est un exemple d'agence publique qui ne prend pas partie et n'a pas de conflits d'intérêts avec ses clients. En fait, pour moi, j pense que la question n'est pas tellement de savoir s'il faut encore avoir confiance, mais plutôt s'il faut continuer à leur donner autant d'importance. Car réellement ce qui est mis en avant par les agences de notation c'est rien d'autre que l'analyse de la solvabilité de l'entité. La question n'est pas de croire ou de pas croire car le raisonnement et les calculs sont censés être corrects, oui j'insiste bien sur censés (rires).

**ET : D'accord, et sur le fait qu'elles soient rémunérées par leurs clients ?**

XC : Alors oui, étant donné que le client n'est pas le créancier mais l'émetteur ça pose un problème de conflits d'intérêts car il est très facile de penser que plus le chèque est gros, plus l'agence va « cacher » ou « passer à côté » de petits détails afin de cacher des défauts qui peuvent remettre en cause la solvabilité de l'entreprise. Moi je pense qu'il faudrait que le créancier finance cette analyse et pas l'émetteur car finalement c'est le créancier qui utilise cette information.

**ET : Ah oui, j'ai effectivement déjà entendu parler de cette proposition, dans mes lectures, ça serait comme pour le permis en fait.** XC : Oui, c'est ça ! Pour le permis, bah tu paies pour le passer, mais tu paies pas directement celui qui te le fait passer, parce que sinon, et bah y a toujours un risque, pour les piétons de tomber sur quelqu'un qui a juste bien arrosé l'examineur, mais qu'il n'aurait a priori pas pu avoir son permis...

**ET : ouais, c'est ça ! et sinon, j'ai découvert que d'une agence à l'autre les notes attribuées ne sont pas les mêmes, comment on fait pour savoir quelle agence croire ? celle qui donne la meilleure note ou celle qui donne la moins bonne ? Comment on fait pour prendre des décisions vu que toutes donnent des informations différentes ?**

XC : Alors, déjà il n'y a pas de meilleur note ou de moins bonne note, il y a juste des analyses différentes. En fait c'est uniquement l'importance et la visibilité que l'agence donne à sa note qui aura un impact sur le marché. Les notes sont différentes parce que chaque analyste à son propre avis sur la capacité de l'entreprise à se désendetter et à croître. Il est payé pour donner un avis et les méthodes d'analyse sont différentes car chaque agence évalue différemment les risques. Le plus souvent les analyses et les notes des différentes agences sont cohérentes entre elles car elles mettent en avant les problèmes que des Etats ou les entreprises peuvent rencontrer au niveau de paiement des intérêts et du remboursement de leur dette. En plus, il est quand même rare d'observer des notes totalement opposées sur un Etat ou une entreprise entre deux agences de notation. En général, quand l'une change d'opinion les deux autres le font quelques mois après. Mais le problème c'est qu'elles tirent le signal d'alarme, sans proposer de réelles solutions et mettent ainsi la pression sur les entreprises/ Etats.

**ET : D'accord, et qu'est-ce que vous pensez de l'opacité de l'établissement des notes ? Est-ce que vous trouvez que la communication faite à ce sujet au cours de ces dernières années ait résolu ce problème ?**

XC : Alors non, la communication n'est clairement pas très bonne. Cependant je ne pense pas que l'opacité de l'établissement des notes soit un problème. Le véritable problème à mon avis c'est au niveau du financement de l'analyse et de la structure oligopolistique de l'offre de notation. Ces trois agences sont les seules à donner leur avis. Il faudrait créer de nouvelles agences indépendantes.

**ET : Ah, oui, et justement, en parlant d'agences indépendantes, vous pensez que la création d'une agence de notation publique européenne soit envisageable?**

XC : Alors ça je pense que ça dépendra de si une dette européenne est créée ou non car si cette dette est créée cette agence de notation ne serait plus indépendante car elle devrait donner un avis sur sa propre dette. Mais si les choses ne bougent pas au niveau de la création de l'Eurobond, alors oui ça peut être envisageable car elle permettrait de suivre et d'analyser les différentes dettes des pays de la zone mais également d'autres zones et ainsi donner un avis plus indépendant.

**ET :D'accord. Et j'ai encore une dernière question, à votre avis, quelles sont les responsabilités des agences dans la crise ?**

XC : Ah, la crise...alors déjà, elles n'ont pas créé la crise, elles n'ont qu'accentué l'effet de la crise en mettant la pression sur les Etats et entreprises et en mettant en avant que si aucun effort n'était fait, les risques de défaut augmenteraient. Les agences ont juste montré que la croissance en Europe durant ces 10 dernières années a été financée par de la dette. Cependant on ne peut pas leur reprocher de ne pas avoir tiré le signal d'alarme plus tôt car ce problème n'est pas nouveau, mais c'est un autre problème.

**ET : Ok, bon bah merci beaucoup pour toutes ces informations !** XC : De rien de rien, tu as eu la réponse à toutes tes questions ?

**ET : Oui oui, merci !** XC : tu veux, pour conclure, je pense que les agences ont leur place dans le monde financier. Cependant il faut changer la structure actuelle avec plus d'acteurs de différentes régions et de différents horizons. La création de l'agence de notation chinoise Dagong Global Credit Rating va dans ce sens mais son importance reste encore limitée. Il faudrait également changer le système de financement des notes afin d'éviter des fraudes et des scandales comme sur les « *junk bonds* ».

**ET : Heu, merci !**

**Interview de Mr G.K. , le 12 janvier 2012 – Travail au sein du holding industriel et financier d'un entrepreneur français**

**IJ : Pouvez-vous m'expliquer votre rôle au sein de cette société ?**

Au sein de cette holding, j'interviens particulièrement sur la partie dédiée à la croissance verte, qui investit dans l'économie verte au sens large, le solaire photovoltaïque, et dans la géothermie. Concrètement, j'interviens sur la sélection des investissements, l'exécution de ces derniers et les post-investissements.

**IJ : D'accord et est-ce que le travail des agences de notation impacte de quelques façons votre travail ?**

Indirectement oui. Dans la mesure où sur certains projets nous avons besoin de soutiens bancaires (sous la forme de prêts). Aussi, le travail des agences a une répercussion sur les banques et de fait sur nous. On est indirectement tributaire des agences de notation. C'est un peu elles qui font la pluie et le beau temps : en fonction de l'environnement plus ou moins favorable qu'elles contribuent à créer, on obtient le soutien ou non des banques.

**IJ : D'accord merci. Les agences de notation ne cessent de faire parler d'elles en ce moment, quel(s) rôle(s) leur attribuer dans la crise actuelle ?**

Un rôle central dans la crise financière que l'on traverse depuis 2008 qui d'ailleurs a commencé avant ! La faillite de Lehman Brothers c'est effectivement septembre 2008 mais les premiers effets se sont vraiment fait sentir dès la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre 2007. Dans le cadre de mon job précédent dans un fond de Private Equity américain, nous avons en septembre 2007 fait une tournée de nos banques - potentielles partenaires - dans le cadre de deals sur lesquels on travaillait. On a rencontré donc Bank Of America et un peu tous les grands acteurs qui interviennent en financement de fonds, Merrill Lynch à l'époque, et tous véhiculaient le même message, à l'exception des Islandais – qui n'avaient pas encore compris ce qui allait leur arriver - : « *officiellement nous sommes ouverts pour le business mais en réalité nous sommes complètement fermés. Il n'y aura aucun prêt qui sera accordé et sur aucun deal et nous allons au-devant de l'apocalypse* ». Et ça c'était en septembre 2007. De son côté le marché actions ne comprenait pas cela et d'ailleurs les actions grimpaient encore en septembre 2007. Et l'apocalypse est arrivée un an plus tard donc.

**IJ : Ok mais si des prémisses avaient déjà été identifiées dès septembre 2007 alors pourquoi rien n'a été fait avant que la crise n'éclate réellement ? Peut-être aurait-on pu éviter ou du moins minimiser l'ampleur de la crise ?**

Il ne faut pas être dupe chaque acteur économique essaie de maximiser son propre profit. Et comme le disait Chuck Prince, de Citigroup, à l'époque : « tant que la musique joue, il faut danser » !

**IJ : Merci pour ce point très intéressant et enrichissant. Revenons au(x) rôle(s) des agences de notation dans la crise !**

Alors, la plus part des investisseurs ont dans leurs guidelines, leurs stratégies d'investissements qui sont très bordées, des critères et paramètres à respecter : ils doivent investir dans des actifs AAA. En fait il y'a tout un contexte réglementaire qui fait que pour chaque type d'investisseurs, d'acteurs financiers, les règles sont différentes mais tous à un moment donné vont, dans leur chaîne de décisions, se reposer sur une note et acheter ou non en fonction de la note minimum à laquelle ils ont « le droit ». Ca va de la SICAV monétaire qui n'a pas le droit de prendre des titres qui sont ratés moins AA...C'est ce qu'on appelle les règles prudentielles.

Au niveau émetteur, il est obligatoire d'avoir, dans son bilan, des actifs ratés AAA ; idem pour les fonds propres des banques c'est ce qu'on appelle le « *ratio core tiers one* ». C'est le gros problème actuel : les banques doivent obligatoirement avoir dans leurs fonds propres une partie d'actifs en AAA et donc elles étaient incitées à acheter des bons d'état qui sont ratés AAA.

**IJ : Les agences de notation ayant connaissance de cette information, n'ont-elles pas alors tendance à attribuer facilement la note AAA ?**

En théorie, elles sont complètement indépendantes et ne doivent prendre en compte que les intérêts des gens qui vont se baser sur les notes qu'elles attribuent pour décider d'acheter ou non. Après tout, les agences notent de la dette et la capacité de l'émetteur à rembourser sa dette sur une échéance long-terme. Aussi, elles se doivent d'être totalement impartiales.

En ce qui concerne ce qui a précipité la crise, les agences ont ratés AAA des actifs qui ne les méritaient pas. Aujourd'hui il y a un faisceau d'indices qui laisse à penser qu'elles l'ont fait sciemment. Alors pourquoi cette proportion à noter AAA des actifs qui ne l'étaient pas, notamment des portefeuilles de prêts subprime ? Une des raisons sans nul doute, c'est que les agences sont payées par leurs clients. Dans le cadre des subprime, les banques ont sollicité les agences de notation pour qu'elles notent leurs packages de portefeuilles de prêts subprime et, fort de cette note, les banques aller ensuite les vendre à des investisseurs qui eux avaient besoin d'investir dans du AAA. C'est ça le nœud du problème. Et c'est en ce sens que les agences n'ont pas respecté leur mission c'est-à-dire être totalement indépendantes dans la notation. C'est le péché originel des agences de notation. Mais que voulez-vous on veut toujours satisfaire et faire plaisir à son client !

**IJ : Oui on cherche toujours effectivement à satisfaire notre client pour qu'il revienne mais il y'a tout de même des limites à ne pas franchir. Enfin, le revers de la médaille c'est quand même que Lehman Brothers, pour ne citer qu'elle, a disparu de la cartographie du monde bancaire. Et que penser de l'opacité du modèle de notation ?**

Alors ça, c'est un autre point. Tout d'abord, que chacune ait son propre système de notation n'est pas très gênant puisque les intervenants du marché savent à quoi correspondent les notes des unes et des autres. En revanche, un point problématique c'est effectivement que les méthodologies utilisées par les agences de notation pour attribuer une note sont opaques. Mais est-ce un bien, est-ce un mal ? On aurait tendance à penser que c'est un problème mais en même temps cela permet d'éviter tous types d'éventuels arrangements entre l'émetteur de dettes et l'agence qui va la noter. En effet, si les émetteurs savent exactement sur quels critères ils vont être notés alors ils peuvent faire en sorte, un peu comme avec une check-list, de « *ticker* » toutes les cases. Mais bon cela se discute.

**IJ : D'accord merci de votre point de vue. On parle toujours de Moody's, S&P et Fitch alors qu'il existe une vingtaine d'agences de notation. Que pensez d'une telle suprématie ? D'autant qu'elles sont quasi toutes américaines ? Fitch à moindre mesure mais tout de même...**

Il y'a une agence de notation chinoise, Dagong, qui arrive et qui sur des actifs non-chinois semblent avoir une opinion plus indépendante. Mais bon, elle attribue tout de même la note AAA à son pays et des notes moindres à la France et les USA. Certes ces deux pays ne méritent pas AAA et les USA ont d'ailleurs perdu leur 3<sup>ème</sup> « A » cet été, mais la Chine ne mérite pas non plus un AAA si on considère l'ensemble des critères devant être pris en compte dans le cadre de l'attribution d'une note souveraine. Enfin c'est toujours cette même question du « qui note qui ».

**IJ : Selon vous, les agences de notation sont-elles légitimes ? Ne pouvons-nous pas se passer d'elles ?**

Il faut qu'il y ait des agences et le système justifie d'ailleurs leur existence et du coup leur raison d'être. A partir du moment où il y'a des émetteurs de dettes, il y'a de la place pour des agences de notation.

Mais le modèle est à réinventer et il se doit d'être plus sain ! Des modifications significatives doivent être apportées. La première chose à régler est le problème du conflit d'intérêt entre les agences et les émetteurs. Il faut cesser cela car comment noter de façon impartiale ceux qui te payent. Le modèle du « payeur-émetteur » doit cesser. Peut-être faudrait-il que les investisseurs se « pool » pour payer les agences après tout ce n'est pas illégitime que ce soit les investisseurs qui payent dans la mesure où ils cherchent un conseil. On paie son comptable, son avocat...alors pourquoi pas. Mais encore faut-il que les agences soient complètement indépendantes et cela va au-delà du modèle actuel « payeur-émetteur ».

Quid d'un organisme supra qui surveillerait les agences ? C'est un peu compliqué à mettre en place ce genre d'organisme et bancal. Quels pays doivent intégrer cet organisme, qui le dirigerait, selon quels critères... ? Toutefois une agence de notation européenne serait une excellente chose. Les agences américaines ont une approche et un tropisme anglo-saxon qu'il serait bon de contrebalancer car les sensibilités ne sont pas les mêmes en tous cas elles sont différentes.

**Merci ; souhaitez-vous apporter un autre élément que nous n'avons pas abordé ?**

A force d'avoir été désignées comme les brebis galeuses de la crise, sans doute à tort car certes elles y ont participé mais elles ne sont pas les seules coupables loin de là, les agences ont tendance aujourd'hui à être plus royalistes que le roi et du coup se montrer plus intransigeantes qu'il ne faudrait l'être. Elles sortent toutes leurs parapluies et dès qu'il y a le moindre doute, elles « downgrade » et du coup les marchés s'effritent, les Etats en pâtissent, les citoyens paniquent...c'est un cercle vicieux. Il suffit de regarder la Grèce. Enfin eux, ils ont une gestion calamiteuse de leurs finances. Le tort de la zone Euro, c'est d'avoir seulement pensé à une monnaie commune. Il faudrait envisager un modèle commun qui inclurait aussi une politique fiscale, budgétaire... un genre d'Etats-Unis d'Europe !

**Merci du temps que vous avez bien voulu m'accorder et pour toutes ces informations très intéressantes.**

## Annexe

### **Annexe 1 : Le processus de notation des 3 grandes agences de Notation**

Dans le cas d'une notation sollicitée par l'entreprise :

1. Les analystes de l'agence de notation rassemblent les données pour établir le risque de défaut de l'entreprise ou de l'Etat.
2. Les analystes de l'agence de notation rencontrent les dirigeants de l'entreprise ou l'Etat pour discuter, réviser et noter la note au sein d'un comité de notation composé de plusieurs analystes.
  - Une note peut-être révisé la hausse (*Up-grade*) ou à la baisse (*Down-grade*)
  - Les agences émettent aussi des perspectives de notation (*Outlook*) qui peuvent-être positive, négative ou stable. Ces perspectives reflètent la vision qu'a l'agence de l'avenir de l'émetteur
  - En générale, une notation est effectuée une fois par ans

Dans le cas d'une notation, non sollicité par l'émetteur, les analystes de l'agence de notation ne rencontrent pas l'émetteur pour discuter et éventuellement réviser la note.

<u>Moody's</u>	<u>Standard &amp; Poor's</u>	<u>Fitch Ratings</u>	
Aaa	AAA	AAA	"Prime". Sécurité optimale
Aa1	AA+	AA+	High Grade. Qualité haute
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Upper Medium Grade. Qualité moyenne
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Lower Medium Grade. Qualité moyenne inférieure
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Non Investment Grade. Spéculatif
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Hautement spéculatif
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC+	CCC	Risque substantiel. ne pourra respecter ses engagements que dans des conditions économiques favorables
Ca	CCC		Extrêmement spéculatif
C	CCC-		En retard de paiement, peut être en défaut
I	D	DDD	En défaut

Source : Blog/ Café de la bourse « Comment fonctionnent les agences de notations financières »  
<http://www.cafedelabourse.com/dossiers/article/comment-fonctionnent-les-agences-de-notation-financiere/#>

## **Bibliographie & Webographie**

### **Presse en ligne : Economie**

- « *Les agences de notation mal notées* », le 21 juin 2011 à 00h
- « *Merkel sermonne les agences de notations* », le 5 juillet 2011 à 14h47
- « *L'Europe accuse les agences de notation* », le 6 juillet 2011 à 12h37
- « *La Grèce dénonce « la folie » des agences de notation*, 6 juillet à 10h26

### **Presse en ligne : La Tribune.fr**

- « *Pourquoi les normes comptables et prudentielles sont dans le collimateur (1/6)* », le 26 mars 2009 par Benjamin Jullien, avec Éric Chalmet, à New York.
- « *Comment renforcer la supervision bancaire et la régulation financière (2/6)* », le 27 mars 2009 par Christèle Fradin et Alexandre Maddens
- « *Comment permettre au Fonds monétaire international de mieux prévenir les prochaines crises ? (3/6)* », le 30 mars 2009 par Xavier Harel

### **Presse en ligne : Le Monde.fr**

- « *Barnier songe à une agence de notation européenne* », article du 30 avril 2010
  - Lecture le 18 novembre 2011
  - [http://www.lemonde.fr/europe/article/2010/04/30/barnier-songe-a-une-agence-de-notation-europeenne\\_1344997\\_3214.html](http://www.lemonde.fr/europe/article/2010/04/30/barnier-songe-a-une-agence-de-notation-europeenne_1344997_3214.html)
- « *Bruxelles veut affaiblir les agences de notation* », article du 14 novembre 2011
  - Lecture le 18 novembre 2011
  - [http://www.lemonde.fr/crise-financiere/article/2011/11/14/bruxelles-veut-affaiblir-les-agences-de-notation\\_1603426\\_1581613.html](http://www.lemonde.fr/crise-financiere/article/2011/11/14/bruxelles-veut-affaiblir-les-agences-de-notation_1603426_1581613.html)

### **Sites Internet consultés**

- <http://www.amf-france.org/>
  - Consultations régulières
- <http://www.imf.org/external/french/index.htm>
  - Consultations régulières
- <http://www.hec.fr/Club-Finance/Editorial/editorial-du-4-mars-crise-financiere-et-risque-systemique>
  - Lecture le 12 décembre 2011
- <http://larevue.ssd.com/>
  - Lecture le 12 décembre 2011
- <http://www.theparisglobalist.org/2011/06/19/agences-de-notation-qui-peut-les-evaluer/>
  - Lecture le 18 novembre 2011
  - magazine d'affaires internationales des étudiants de Sciences Po

## Dossier

- Fabienne COLLARD, « *Au cœur des agences de notation* », Les analyses du CRISP en ligne, 6 décembre 2011, [www.crisp.be](http://www.crisp.be). Lecture le 6 novembre 2011
- Dossier Mondialisation et crises financières, Questions internationales n° 34, novembre-décembre 2008, Lecture le 6 novembre 2011
- Dossier La notation financière, Cahiers de l'évaluation, n° 5, février 2011, p14 à 51, Lecture le 6 novembre 2011
- Thomas Brand, « *le rôle des agences de notation* », Regards croisés sur l'économie 2008/1n° 3, pages 265 à 266, Lecture le 6 novembre 2011, Lecture le 6 novembre 2011
- Daniel Cohen, « *La crise Grecque, Leçon pour l'Europe* », Presses de Sciences Po, Revue économique, 2011/3 – Vol.62 pages 383 à 294, Lecture le 6 novembre 2011
- Philippe Raimbourg, « *Les enjeux de la notation financière* », Lavoisier, Revue française de gestion, 2003/6-no 147, pages 67 à 76, Lecture le 6 novembre 2011
- Thomas Brand, « *Le rôle des agences de notation* », La découverte, Regards croisés sur l'économie, 2008/1 – numéro 3 page 265 à 266, Lecture le 6 novembre 2011
- Catherine Lubochinsky, « *Pas encore d'espace financier européen sans régularisation européenne des agences de notation* », Miméo juin 2004, Lecture le 6 novembre 2011
- Rapport de la « Securities and Exchange Commission » (Juillet 2008) « La crise des subprimes », les rapports du conseil d'analyse n78, Lecture le 6 novembre 2011
- Lettre Émergences numéro 31 - Mars 2011 - Les nouvelles réglementations financières
  - Lecture le 1<sup>er</sup> novembre 2011
  - <http://www.memofin.fr/newsletter>

## Source Wikipedia

- [http://fr.wikipedia.org/wiki/B%C3%A2le\\_II](http://fr.wikipedia.org/wiki/B%C3%A2le_II) lecture le 23 décembre 2011
- <http://fr.wikipedia.org/wiki/Banque>, lecture le 23 décembre 2011
- [http://fr.wikipedia.org/wiki/Banque\\_d'investissement](http://fr.wikipedia.org/wiki/Banque_d'investissement), lecture le 23 décembre 2011

## Filmographie

- « *Inside Job* », de Charles Ferguson. (Réalisateur et politologue américain, il a titulaire d'un baccalauréat de mathématique et d'un doctorat de science politiques du Massachusetts Institute of Technology) , visionnage le 21 décembre 2011