

Les grandes agences de notation

leur rôle annoncé dans la crise,
vers quelle régulation ?

Mireille Bardos

www.lasaire.net

Cahier n° 38

Plan

Petite mise en situation de la notation

3 grandes agences internationales, mais beaucoup d'autres organismes

1. Les trois grandes agences: S&P, Moody's, Fitch

- Historique rapide du développement des agences
- Leur activité actuelle et mode de rémunération
- Un paradoxe : la notation est un bien public élaborée par de nombreux organismes privés de nature commerciale

2. La critique et la régulation

- Qu'est ce qu'une vraie transparence ?
- Les agences dans les crises, dans la crise actuelle
- Vers une régulation des agences?

3. Derniers rebondissements

Conclusion

Beaucoup d'organismes notent

Trois grandes agences américaines

- S&P, Moody's, Fitch
- à champ d'action international
- 94% du marché

Beaucoup d'autres organismes

Ils notent souvent dans le cadre de leur activité propre

- Assurance crédit : COFACE, Euler Hermès, AFDCC, ...
- Agence de notation : Dominion Bond Rating, Japon Credit Rating Agency...
- Politique monétaire : refinancement des banques sur créances privées
Banque de France, Bundesbank, Banque d'Autriche, Banque d'Espagne

Mais les champs d'intervention sont d'ampleurs différentes

1^{ère} partie

Les trois grandes agences de notation

- Historique
- Activité
- Un paradoxe

Historique rapide du développement des 3 grandes agences de notation

- *Phase 1* : construction de statistiques pour les investisseurs financiers *1860-1916*
- *Phase 2* : mise en place de la notation et structuration des agences *1916-années 70*
- *Phase 3* : innovation financière et mutation de la doctrine *années 70-80 à maintenant*

Les grandes agences ont été un des instruments de la financiarisation de l'économie depuis les années 70

Historique (suite)

Mutation de la doctrine

- Critères classiques de notation
 - Point de vue microéconomique
 - Pérennité de l'entreprise
 - Capacité à développer l'activité à long terme
 - Les investisseurs cherchent les meilleures entreprises (notées *investment grade*)
- Nouveaux critères de notation
 - Rentabilité financière à court terme
 - Recherche de gain rapide pour les actionnaires
 - Rôle primordial du portefeuille: gestion statistique, nouvel intérêt pour les notes *speculative grade* (Cf. *Mickael Milken*)

Activité actuelle et mode de rémunération

L'activité

- La notation d'émissions, d'entreprises, de collectivités locales, d'états
- L'information financière, conseils financiers
- La création et la notation de produits titrisés

Pour qui?

Les investisseurs, mais de plus en plus les autorités de contrôle
Celles-ci ont ainsi fourni une crédibilité croissante aux agences

Evolution du mode de rémunération

Phase 1 : par les souscripteurs

Phase 2 : par l'investisseur

Phase 3 : par l'émetteur, de plus conseils et produits structurés sont payants (75% de la rémunération de S&P en 2007) Cf. *Vickie Tillman*

Un paradoxe

La notation est un bien public

- Devrait permettre une bonne allocation des ressources financières
- Mais dédiée d'abord aux gros investisseurs privés
- Contribue à la surveillance des risques (banques, banques centrales, assurance)
- Fournit une information sur les marchés financiers
- Pourrait mieux informer sur la macroéconomie et la méso-économie

... élaboré par des organismes privés

- Techniques commerciales de communication
- Rémunérations élevées
- Méthodes secrètes
- Maintien d'un oligopole

2^{ème} partie

Critique et régulation

- Transparence?
- Les agences dans les crises
- Quelle régulation

Transparence?

Qu'est ce qu'une vraie transparence ?

- **Difficulté du métier**

- Analyse quantitative et qualitative, processus en partie subjectif
- Trouver les bonnes informations
- Responsabilité du notateur

- **Nécessité du contrôle a posteriori de la qualité**

- Fournir des statistiques détaillées sur les défauts constatés selon la note et le type d'objet noté
- Décrire complètement les modèles
- Expliciter les méthodes d'analyse

Transparence?

Qualités requises pour la notation des obligations

- **L'échelle des notes**
- **Le processus de notation**
- **Les contrôles**

Transparence? Qualités requises (*suite*)

- **L'échelle des notes**

- Hiérarchie du risque stable dans le temps
- Pour chaque note le risque doit être homogène
- Différenciation nette des notes entre elles

Propriétés pas toujours respectées

- **Le processus de notation**

- Information fiable et fraîche
- Travail d'équipe, supervisé par un comité de direction
- Rédaction d'un rapport
- Possibilité de faire appel pour l'entité notée avant publication

Attention aux conflits d'intérêt !

- **Les contrôles**

- Internes nombreux, permanents
- Publication des résultats statistiques
- Externes ?

Oui, c'est le rôle futur du régulateur

Transparence? Qualités requises (*suite*)

Exemple de mauvaise séparabilité des taux de défaut

Séries de taux de défaut 1981-2001 S&P

Simulations Monté Carlo des dispersions temporelles des taux de défaut.

Constats

Si les moyennes sont différenciées, les quantiles extrêmes ne le sont pas.
Cela tient à la grande instabilité temporelle des taux.

Les séries ne sont plus disponibles au public

| Note | moyenne | médiane | 99 ^{ème} quantile | 999 ^{ème} quantile |
|------|---------|---------|----------------------------|-----------------------------|
| AAA | 0.03 | 0.00 | 0.68 | 1.08 |
| AA | 0.08 | 0.00 | 0.53 | 0.89 |
| A | 0.22 | 0.19 | 0.77 | 1.05 |

Les agences dans les crises

- **Mauvaises anticipations**

- Crises antérieures: bulle immobilière 91-93, crise asiatique 97-98, crise des TIC 2002
- Cas particuliers : ENRON (2001), Worldcom, PARMALAT
- Crise actuelle: surévaluation des produits structurés, maintien de bonnes notes au cours de l'année 2007, puis dégradation massive fin 2007, amplifiée en 2008

Les agences dans les crises

- **Modèles erronés**

Le taux de défaut des notes B : en 2006 0,3% ; en 2008 3%.

La suspicion s'installe

- 1) Quelques découvertes

En mars 2007 une des hypothèses du modèle Fitch

«le prix des maisons est constamment en croissance »

En mai 2008, Moody's reconnaît une erreur dans un modèle d'évaluation de produit de dettes à effet de levier

S&P reconnaît une erreur dans un modèle d'évaluation des CPDO

Les agences dans les crises

- **Modèles erronés**

- 2) Le rôle des scientifiques

Recours à des mathématiciens de haut niveau, bien rémunérés, pris dans l'euphorie des marchés. Ceux-ci n'échappent pas au mimétisme, ils ne sont pas économistes, encore moins régulateurs, la montée des risques des produits dérivés leur a échappé.

Les responsabilités sont à plusieurs niveaux: les mathématiciens, leurs commanditaires, leurs employeurs, les régulateurs (Cf Yor)

Il y a eu consensus entre la plupart des acteurs

Quelle régulation ?

Autorégulation ?

Plus de transparences ?

Vers une résolution des conflits d'intérêts

Remise en cause de l'oligopole

Vers une supervision des agences

Vers des agences publiques reconnues ?

Autorégulation

Préconisée par les autorités jusqu'à 2009.

- En 2004, vue la montée des risques, l'OICV définit le **code de bonne conduite**, révisé plusieurs fois MAIS...

Non contraignant, celui-ci échoue à modifier les comportements

- Dans un climat de perte de confiance, les agences sur la défensive finissent par accepter en 2009 l'idée d'être **enregistrées et surveillées**. Mais le président de S&P veut protéger les agences de « l'interférence du régulateur ».

Les agences veulent rester une référence pour les autorités de contrôle.

Plus de transparence

- ATTENTION terme galvaudé !
- Quel contenu lui donner?
 - Statistiques a posteriori détaillées et publiées
 - Expliciter les méthodes quantitatives
 - Enoncer les principes des méthodes qualitatives
 - Distinguer les échelles par produit
 - Publication d'un rapport annuel et d'études détaillées
 - Contrôles réguliers, mais aussi inopinés, par l'autorité de régulation

Pour cela l'autorité de contrôle doit disposer des moyens légaux et financiers (contrôleurs nombreux, hautement qualifiés, indépendants et exigeants)

Résolution des conflits d'intérêts

- **Qui rémunère le travail des agences?**

Si c'est l'émetteur, **risque de conflit d'intérêt**

Il existe des exemples où c'est l'utilisateur qui paie (investisseur ou banquier)-----→cotation BDF, Euler Hermès, Coface

- **Ne plus être juge et partie**

Création de produits structurés et leur notation par les mêmes !

Activité de conseil devra être contrôlée, voire interdite

- **Séparer l'activité commerciale et l'évaluation**

Toutefois, les conflits d'intérêt ne sont pas le seul problème, ne pas se focaliser dessus.

Remise en cause de l'oligopole

- Les organismes qui notent les entreprises pour leur propre compte n'ont pas intérêt à se tromper !

Le régulateur devrait valoriser leur activité

Les investisseurs devraient être plus critiques sur les notes.

À noter: les banques s'abonnent à plusieurs sources et les confrontent.

- Le consensus entièrement favorable aux 3 grandes agences a nui à la santé financière de l'économie

Il faut changer de mode d'évaluation et changer de référence

Vers une supervision des agences

Les organismes

OICV : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (*en anglais OISCV*)

2004 code de bonne conduite

SEC Securities and Exchange Commission (USA)

Depuis **2006 décerne le statut NRSRO**

CERV: Comité Européen des régulateurs de valeurs Mobilières (*CEVR*)

créé en 2001, **rôle consultatif** indépendant de la Commission, ne peut inspecter de par son statut

ESME: groupe d'expert auprès la Commission créé en 2006

AMF : membre du CERV, ses **rappports annuels** très critiques

Vers une supervision des agences

La Commission européenne

En 2006 elle juge le code de bonne conduite suffisant

En août 2007 elle change d'avis, veut des contraintes

En juillet 2008, consultation

Novembre 2008: proposition d'un acte législatif.

Proposition de règlement par la Commission

- Les agences ne peuvent fournir des services de conseil
- Notation d'instruments financiers uniquement si l'information est suffisante en quantité et qualité
- Modèles, méthodes et principales hypothèses doivent être publics
- Différenciation des notations des différents types de produits
- Publication d'un rapport annuel
- Mise en place d'un système de contrôle interne
- La structure et le renouvellement du conseil d'administration sont réglementés pour garantir leur indépendance

Une loi est en préparation...pour 2011 !

Vers des agences publiques reconnues?

Il existe des **organismes publics qui notent**

- Ils disposent de grosses bases de données
- Ils réalisent travaux économiques micro et macro sur le risque où tous pourraient puiser de l'information, c'est un bien public.

Ces organismes reconnus et développés constitueraient :

- un bien public par la compétence et l'information qu'ils fourniraient
- un vivier de compétences pour le régulateur et les agences...

Mais il ne s'agit pas de remplacer un oligopole par un autre. Au-delà de l'activité de notation, c'est leur surveillance du risque systémique qui est nécessaire

Vers des agences publiques reconnues?

**Une fois encore cela nécessite de gros moyens
mais les utilisateurs pourraient payer**

banques; compagnies d'assurance; entreprises;
investisseurs; autorités locales et gouvernementales

Harmonisation possible au niveau européen

le WGRA a une expérience

3^{ème} partie

Derniers rebondissements

3. Derniers rebondissements

- La proposition de la Commission Européenne a été acceptée par le parlement européen et **une loi européenne** est en préparation,... mais pour 2011 ! (Cf Les Echos du 7 décembre)
- En ce moment, un **guide d'enregistrement des agences** en Europe est mis en place par le CERVM

Les mentalités ont beaucoup évolué

MAIS quels seront réellement les actes ?

Une liste d'agrément ne suffit pas, il faut des contrôles approfondis et contraignants.

3. Derniers rebondissements

Nombreuses prises de positions pour responsabiliser juridiquement les agences

- **Une décision de justice de la District court of New York** (2 sept 2009) Dans le cadre d'un recours intenté contre Moody's et S&P le juge a dénié aux agences la possibilité de se réfugier derrière *the First Amendment* qui protège les journalistes: autrement dit ***la notation n'est pas qu'une opinion.***
- **Pris de position d'Olivier Klein dans la REF de juin 2009** pour instituer une responsabilité civile en cas d'erreur fautive dans le processus de notation
- **Prise de position de Adair Turner** président de FSA (Financial Services Authority) octobre 2009: Les pays occidentaux sont allés trop loin dans la dérégulation financière en cédant trop facilement à la doctrine simpliste des marchés efficients. Il préconise plusieurs règles pour réguler.

Conclusion

Une régulation des agences est nécessaire, elle doit s'exercer de façon contraignante

On attend la constitution de structures de contrôle et d'inspection des agences dans les différents pays européens qui seront remplacées par l'AEMF en 2011

ATTENTION les agences ne sont pas seules responsables:

Elles ont saisi l'opportunité offerte par la libéralisation des marchés financiers.

Il faut réguler les marchés financiers (une agence publique pourrait aider à leur surveillance)