

LES CAHIERS

***LES GRANDES AGENCES
DE NOTATION INTERNATIONALES :
Leur rôle annoncé dans la crise, vers quelle régulation ?***

N° 38

Mireille Bardos

Juillet 2009

SOMMAIRE

1. QUI SONT LES GRANDES AGENCES DE RATING INTERNATIONALES	5
2. L'ACTIVITÉ DES AGENCES EST DE NATURE COMMERCIALE	9
3. LES RÔLES DES GRANDES AGENCES DE RATING DANS L'ÉCONOMIE ACTUELLE	13
4. LES GRANDES AGENCES INTERNATIONALES SONT CONTESTÉES	18
5. LES PROPOSITIONS EN DÉBAT	23
CONCLUSION	40
ANNEXES	43

Lors des crises financières et en particulier dans le contexte de l'éclatement de la crise actuelle, les grandes agences de rating ont joué un rôle très critiqué : mauvaises anticipations des risques, manque de réactivité dans leurs notes face à la dévalorisation des actifs, puis dégradations massives. Elles ont été mises en cause dans la construction et la surévaluation des produits structurés qui se sont révélés être de puissants vecteurs de propagation des risques. L'influence prépondérante de leur jugement qui, dans de nombreux cas, s'est pourtant montré inadéquat voire néfaste dans ce processus de crise systémique, a poussé diverses instances et commentateurs à critiquer et à souhaiter construire des pare-feux. Diverses solutions ont été envisagées comme la mise en place d'une supervision des agences et la création d'agences publiques. Mais d'autres voix se sont élevées contre ces solutions, dont les agences elles-mêmes partisans de l'autorégulation. A l'heure actuelle la mise en place de nouvelles réglementations se précise.

Le présent Cahier tente d'apporter des éléments pour clarifier le débat. On s'attachera à préciser la place et les actions des grandes agences de notation, à indiquer comment leur rôle s'est étendu à la sphère publique des autorités de tutelle des banques et des autorités monétaires, à expliciter les fondements des critiques, à tracer les grandes lignes du débat actuel et à examiner les propositions.

1. QUI SONT LES GRANDES AGENCES DE RATING INTERNATIONALES ?

1.1 Leur activité et son évolution

Il y a trois grandes agences de rating internationales : Standard & Poor's (S&P), Moody's, et Fitch¹.

Historiquement, la fourniture d'informations financières sur les compagnies américaines a débuté au XIX^{ème} siècle aux USA (Cf. annexe 1). Des bureaux de notation se sont développés au cours du XX^{ème} siècle pour fournir de l'information aux investisseurs². Ce sont des sociétés privées qui se définissent elles-mêmes comme productrices d'informations publiques en direction des marchés. Il a été dit qu'elles produisent un **bien public** alors qu'elles sont de **droit privé**. Néanmoins, ce bien public est dédié à des acteurs spécifiques, les investisseurs (maniant pour certains d'entre eux des montants considérables) et non à l'ensemble de la société.

Ainsi, en 2009 S&P se présente sur son site comme « le leader de la fourniture d'information et d'analyse sur les marchés financiers. Principale source mondiale en matière de notation de crédit, d'élaboration d'indices, de recherche d'investissement, d'évaluation du

¹ En 2006 ces trois agences représentaient près de 95% du marché. Leurs chiffres d'affaires cumulés atteignaient environ 5 500 millions \$ [20].

² Tout au long de cet article les investisseurs désignent les investisseurs financiers sur les marchés financiers. Il peut s'agir d'individus qui placent leur épargne, d'entreprises qui font fructifier leur trésorerie, protègent à terme leurs opérations ou prennent des participations dans d'autres entreprises, ou encore d'institutions comme les fonds de placements, les compagnies d'assurance, les fonds de pension...

risque et de mise à disposition de données, S&P fournit aux décideurs financiers la compréhension dont ils ont besoin pour décider en confiance. »³

L'activité des grandes agences de rating est donc consacrée aux marchés financiers, plus particulièrement les marchés de dettes où elles évaluent le risque de défaut de paiement. Historiquement elles ont d'abord commencé par attribuer une note aux obligations émises par des entreprises, des banques, des assurances. Puis elles ont noté des états, des collectivités publiques. Enfin, avec le développement des marchés financiers, dans les années 70-80 elles ont étendu leur activité en participant à la création et à la notation de nouveaux produits financiers les fameux CDO (*Collateralized Debt Obligations* : produits financiers adossés à des crédits permettant de transférer le risque aux investisseurs acheteurs de ces produits, Cf. bibliographie [20]). En particulier, elles sont partie prenante dans les produits structurés. Ceux incluant des *subprimes* ont été à l'origine de l'actuelle diffusion phénoménale du risque.

Au cours des 30 dernières années leur activité sur les marchés financiers s'est modifiée. Initialement, il s'agissait principalement d'identifier les bonnes entreprises, c'est-à-dire solvables, et de ce fait, susceptibles d'attirer des capitaux. Puis la spéculation sur les titres risqués devenant une activité très lucrative pour certains intervenants⁴, tous les types d'actifs, même les plus mal notés, ont intéressé le marché [18] et les agences ont suivi cette évolution.

1.2. La notation : sa signification, son contrôle

La notation des émissions d'obligation consiste à attribuer une note à l'émission dans une échelle de notes différenciées en fonction du risque de défaut⁵. La pertinence de la notation est testée a posteriori par des statistiques de taux de défaut par note aux horizons annuels successifs. Les statistiques publiées examinent le devenir d'entités notées depuis la date d'attribution de la note, pendant les années suivantes et jusqu'à maintenant.

L'échelle de notation, attribuée initialement à des émissions d'obligations, s'est étendue aux entreprises elles-mêmes, puis elle a été utilisée pour les états et les collectivités publiques, enfin pour les produits structurés bien que leur nature soit très différente puisqu'ils résultent de la construction d'une agrégation pondérée de créances. Cette cohérence apparente des échelles de notation pourrait masquer des qualités très différentes selon le type de dette concernée, notamment en termes de volatilité ou d'homogénéité.

A condition qu'elle soit pertinente et fiable, cette activité de notation est en effet très utile aux investisseurs ainsi guidés dans leurs décisions. Macro-économiquement cela devrait permettre une allocation efficiente des capitaux disponibles sur les marchés. Cependant, ces allocations de capitaux répondent de plus en plus à des objectifs de rentabilité à court terme et sont souvent l'occasion de comportements spéculatifs.

En témoigne la terminologie des notes où les émissions les plus sûres méritent des notes regroupées sous le vocable *investment grade*⁶ et les risquées sous le vocable *speculative*

³ "Standard & Poor's is a leading provider of financial market intelligence. The world's foremost source of credit ratings, indices, investment research, risk evaluation and data, Standard & Poor's provides financial decision-makers with the intelligence they need to feel confident about their decisions."

⁴ Par exemple Mickael Milken, et les Junk bonds.

⁵ Pendant la décennie 70, alors que se développe l'intérêt pour les placements risqués, les agences ont modifié leurs échelles de notation en quasi triplant le nombre de notes. Ce raffinement de l'échelle n'est pas toujours synonyme de montée en qualité (Cf. encadré 1).

⁶ Dans l'échelle de S&P il s'agit des notes AAA, AA, A, BBB.

*grade*⁷. C'est à cette dernière catégorie qu'appartiennent les *junk bonds* ou « obligations de pacotille », objet de spéculations intenses pendant dix ans (1978-1987).

Le discours dominant justifie le développement des marchés financiers par l'amélioration de l'allocation de crédit, le marché aurait la capacité à atteindre l'optimum économique. Il n'est pas inutile de rappeler qu'il existe d'autres voies d'allocation de capitaux qui ne passent pas par les marchés financiers et dont l'utilité est indéniable : le crédit bancaire (dans sa phase première, c'est-à-dire avant que cette dette ne soit revendue sur les marchés), l'autofinancement, les investissements publics qui utilisent notamment des ressources fiscales, ou des appels publics à l'épargne⁸. Leurs objectifs peuvent répondre à des besoins sociaux et des projets de développement économiques, motifs qui n'entrent pas dans les préoccupations des agences.

Encadré 1

Les qualités requises par une bonne notation d'émetteurs d'obligation

La détermination de l'échelle

Pour être pertinente une échelle de notes doit satisfaire à plusieurs propriétés :

- les notes doivent correspondre à une hiérarchie du risque stable dans le temps ;
- au sein de chaque note le risque doit être homogène ;
- les notes doivent être bien différenciées en terme de risque.

Ces trois propriétés signifient que les fluctuations temporelles du taux de défaut des entreprises d'une note donnée à un horizon fixé doivent être limitées dans un intervalle de variation qui ne doit pas se chevaucher avec les intervalles de variation des notes voisines.

Ces propriétés qui garantissent la fiabilité de l'échelle et des taux de défaut qui lui sont attachés, ne peuvent se satisfaire d'un trop grand nombre de notes. Car, plus le nombre de notes s'élève moins il y a différenciation entre les notes, et cela est d'autant plus vrai que le nombre d'entités par note est faible.

On verra que les notes des agences ne vérifient pas toujours ces propriétés (Cf. § 2.3).

Le processus de notation

Le processus de notation doit reposer sur une information sur l'émetteur contrôlée, fiable, pertinente et régulièrement mise à jour.

L'attribution de la note est assurée par une équipe, suppose des rencontres avec l'émetteur, des recherches d'informations externes, la préparation d'un rapport.

Le travail est supervisé par un comité de notation constitué de responsables de l'agence.

L'entité concernée doit pouvoir faire appel avant publication de la note.

Le mode de rémunération de ce travail est un point crucial puisqu'il risque d'engendrer des conflits d'intérêt dommageables à la qualité de la notation. Cette question est examinée aux § 2, 4 et 5.

La possibilité d'appel est aussi apparue comme un besoin à propos des notes non sollicitées reposant sur une information externe à l'entreprise (Cf. infra).

Les contrôles

La fiabilité des données et la pertinence des notes doivent être régulièrement contrôlées par le suivi du devenir des entités et des produits notés (en anglais *backtesting*). Des séries de taux de défaut, des matrices de transitions doivent être périodiquement publiées. Des études sur les méthodes sont indispensables, leur publication est un des éléments clef de la transparence nécessaire pour la confiance des utilisateurs (entreprises, investisseurs, mais aussi banquiers dans leur gestion du risque, et régulateurs dans leur surveillance de la stabilité financière).

⁷ Dans l'échelle de S&P il s'agit des notes BB, B, CCC, CC, C.

⁸ ou même de la création monétaire quand il y a volonté de promouvoir un développement intense.

1.3. Les objectifs de la notation et ses méthodes ont été modifiés dans les années 70

L'objectif était donc initialement de fournir aux investisseurs une information publique sur les émissions d'obligations. La notation s'est étendue aux émetteurs eux-mêmes. Dans ce cadre, noter le risque consiste à évaluer une probabilité de non remboursement de dette à un horizon donné.

La prévision du risque de défaut est difficile par nature. La quantité de paramètres qui interviennent dans le risque est considérable, ils ne sont pas tous perceptibles : les données peuvent manquer ou être approximatives voire fausses, des chocs imprévus peuvent intervenir, des modifications de comportement aussi. La difficulté de prévoir le risque est donc une réalité constitutive de cette activité qui s'effectue toujours avec une marge d'erreur.

Avec le développement des marchés financiers, la gestion du risque s'est complexifiée. Les principes qui guident l'attribution d'une note ont pu se modifier. Initialement le **contrôle de la solvabilité** de l'entité s'effectue dans une optique microéconomique où la perspective se situe à moyen-long terme. La pérennité et les perspectives de développement de l'entreprise sont primordiales. Par contre, la montée en puissance des marchés financiers et des dérivés de crédit ont braqué le projecteur sur le **rendement de l'investissement financier**, privilégiant de plus en plus le court terme. La diversification des placements et l'analyse statistique du risque se sont placées dans la perspective de l'analyse de portefeuille. Or ces deux points de vue qui devraient se compléter, peuvent s'exclure l'un l'autre en particulier si la logique financière prévaut sur la logique économique.

Comme le dit T. Sinclair [18], ce changement de logique s'est fait jour sous l'impulsion de Mickael Milken. Spécialiste de gestion de portefeuille à la banque Bruxelles-Lambert, il constata dans les années 70 que le rating fondé sur le passé pour un remboursement futur des obligations ne rendait pas réellement compte du risque. Examinant les statistiques il constate qu'un AAA n'assure pas un remboursement futur certain. Comparativement la détention d'un grand nombre d'obligations notées péjorativement dans un portefeuille diversifié de grands investisseurs permanents peut avoir un rendement élevé. C'est le début de la décade des *Junk bonds*⁹, 1977- 1987. Mickael Milken, le *junk bonds king*, conteste la méthode des agences de rating qu'il juge insuffisamment intéressées dans leur analyse par les cash flow et les intangibles (innovation, stratégie, savoir faire des managers...). Il convainc ses clients de s'y intéresser et ouvre une nouvelle ère de la finance. En dix ans le marché des *junk bonds* explose pour atteindre 200 milliards de \$. Le rendement à court terme devient un objectif qui s'impose de plus en plus sur un marché en plein développement. Les piliers de l'industrie qui mobilisaient des placements à long terme, ne sont plus les principales cibles des investisseurs. Cette logique a des effets pervers catastrophiques et on assiste à la prédation d'entreprises qui étaient auparavant en bonne santé. Cette dérive conduira d'ailleurs Mickael Milken en prison pour quelques temps.

Finalement, les standards de la gestion du crédit par les agences de rating ont changé. Leurs objectifs se sont de plus en plus éloignés de l'efficacité productive de l'économie réelle. Ceux-ci sont très différents de préoccupations telles que la surveillance macroéconomique du risque ou la stabilité financière.

⁹ *Junk bonds* se traduit par *obligations de pacotille* terme qui évoque leur faible qualité.

Certes ce n'est pas leur mission, mais selon leur discours une allocation du crédit saine et efficace fait partie de leurs prérogatives. Cela devrait même faire partie de leurs « obligations » dans la mesure où les effets du contexte macroéconomiques peuvent impacter les entités qu'elles évaluent.

2. L'ACTIVITE DES AGENCES EST DE NATURE COMMERCIALE

2.1 – La rémunération et la promotion de l'activité des agences

Les ressources des agences proviennent principalement de trois sources.

D'une part, elles sont rémunérées par les entités qui sollicitent d'être évaluées dans le but d'obtenir des capitaux sur les marchés financiers¹⁰, c'est notamment le cas d'entités cotées en bourse (principalement entreprises, banques, assurances). Ces notes sollicitées sont publiées. Dans un contexte de développement et de complexification des marchés financiers, l'activité des agences s'est étendue. Dans le but d'élargir l'information financière, elles ont attribué des notes non sollicitées. Toutefois, la publication des notes non sollicitées a parfois soulevé des vives protestations ; cela a entraîné des modifications de comportement des agences dans le déroulement du processus de notation et de communication, introduisant des procédures d'appel et des demandes d'autorisation de publication (Cf. annexe 2).

D'autre part, leurs revenus se sont fortement accrus grâce aux produits structurés dont le développement a été considérable. Moyennant rémunération, les agences participent à leur création (Cf. annexe 2) en même temps qu'à leur évaluation. Souvent vendus sur des marchés de gré à gré ces produits ne sont pas forcément pris en compte dans les contrôles des autorités de régulation. Leur développement a été favorisé par une réglementation de plus en plus permissive de la titrisation, instrument de transfert du risque, où s'insère la construction des produits structurés (Cf. encadré 2).

La troisième source de financement provient de la vente d'informations statistiques, d'études et de fichiers. En effet, pour mener à bien leur activité les agences doivent approfondir constamment leur réflexion et avoir recours à des travaux de recherche pointus : études sur le contexte économique, modèles mathématiques pour construire leurs produits financiers et en évaluer le risque, statistiques de défaut sur des cohortes d'émetteurs, constitution de bases de données. L'information se diffuse via un système de souscription particulièrement onéreuse¹¹.

¹⁰ Les services aux émetteurs d'obligations sont devenus payant fin des années 60 – début des années 70. Ils représentaient alors 75% des ressources des agences (Cf.[18]).

¹¹ Les souscriptions constituent une ressource non négligeable pour les agences (Cf. T. Sinclair [18]).

Encadré 2

Rôle des agences de notation dans la titrisation

Les agences de notation interviennent dans l'opération de titrisation

En 1988 le Code monétaire et financier impose la présence d'un document sur les caractéristiques des créances que le Fonds Commun de Créances (FCC) se propose d'acquérir et des parts préalablement à leur émission s'il y a appel public à l'épargne. La note est attribuée par une agence dont la seule obligation est d'être inscrite auprès du ministère de l'économie et des finances après avis de l'AMF. Dans ce cadre, les agences de notation n'ont pas de statut particulier, mais elles font l'objet d'une inscription sur une liste d'accréditation accordée par le ministère de l'économie et des finances, cette inscription ne donnant pas lieu à contrôle. Le 31 décembre 1992 la liste dénombre trois agences : IBCA (futur Fitch IBCA), Moody's France, S&P.

Le développement de la titrisation en France a été favorisé par la réglementation qui d'assez stricte et précise au départ a été révisée dans un sens laxiste.

Initialement seules, les créances de durée supérieure à 2 ans pouvaient faire l'objet d'une titrisation, puis cette autorisation a été étendue aux créances à court terme. Les créances éligibles devaient être de durée résiduelle semblable, de comportement homogène en matière de remboursement anticipé, de risque de défaillance identique, et, les créances douteuses ou litigieuses étaient exclues. Ensuite ces conditions ont progressivement sauté, seules les créances douteuses sont restées limitées à celles dont le retard de paiement était du à des difficultés de trésorerie indépendantes de la volonté de l'entreprise et ne compromettant pas sa pérennité (Cf. [14]). Enfin la titrisation de créances futures a même été rendue possible, certaines entités peuvent titriser sur la base de leur anticipation de chiffre d'affaires [Cf. Comité de réglementation bancaire].

La promotion commerciale pratiquée par les agences vise à renforcer leur autorité et la confiance qui leur est faite. Comme l'indique T.J. Sinclair [18], elles promeuvent leur note en affirmant que leur jugement repose sur des bases scientifiques impartiales sur tous les acteurs impliqués. Or la note finale concentre des informations quantitatives et qualitatives multiples tandis que leur analyse a aussi un contenu subjectif indéniable mais qu'elles se gardent de mettre en avant.

Toutes les techniques de communication classiques sont utilisées pour la promotion de leur notoriété : nombreux supports de publication, dossiers, site internet, CD-Rom, séminaires, conférences de presse. L'ampleur et le luxe qu'elles donnent à ces moyens en font de véritables instruments de lobbying.

Le discours des agences est commercialement travaillé. Il vise à convaincre. L'affirmation de la qualité de la note, l'éviction des débats critiques sur les méthodes sont autant de techniques psychologiquement confirmées sur un public pas toujours averti. Quand les critiques à leur encontre s'accumulent, les agences sont amenées à modifier leur attitude.

Un des exemples importants de cette technique du discours concerne le rôle du cycle économique dans l'évaluation du risque. Les agences se sont prévaluées de méthodes prenant en compte le cycle économique : elles distinguent la notation « à travers le cycle » (*through the cycle*) pratiquée pour la prévision à moyen-long terme des obligations et la notation « dans l'instant » (*point in time*) pour la prévision à court terme. Cet argument commercial a été très controversé par les spécialistes. Avec les crises récurrentes qui ont échappé à la vigilance des agences, celles-ci ont raccourci à cinq ans l'horizon de la notation « à travers le cycle » que préalablement elles disaient satisfaire à dix ans. Récemment, avec les dégradations massives des notes, ces expressions sont moins employées dans leurs argumentaires.

De fait il y a une vraie difficulté à noter « à travers le cycle ». Les modèles font intervenir des variables macroéconomiques symptomatiques de la phase du cycle et des données de marché qui peuvent intégrer la conjoncture, mais aussi des phénomènes

moutonniers et l'engouement pour de nouveaux produits ou des comportements dont la versatilité semble contradictoire avec le long terme.

Finalement la nature de l'activité des agences est essentiellement commerciale. Leur mode de rémunération les place en position de **juge et partie** à plusieurs titres : sur la notation des obligations sollicitées où elles pourraient avantager leurs clients, mais surtout sur l'émission de produits structurés qu'elles contribuent à construire, qu'elles notent, et dont elles tirent de plus en plus de revenus. Ainsi par exemple, les revenus nets de Moody's sur les produits structurés ont progressé depuis 159 millions \$ en 2000 à 754 millions \$ en 2006 et 701 millions \$ en 2007.

2.2. Les agences exercent un oligopole

Aux USA, les agences jouissent d'un véritable oligopole favorisé progressivement par la réglementation : depuis 1931 le gouvernement américain a explicitement inclus le rating dans son système de régulation ; en 1936, il interdit aux banques de détenir des obligations dont la note attribuée par au moins deux agences est inférieure à BBB ; dans les années 70 la SEC impose aux agences de constituer des réserves (règle 15c3-1) ce qui institue une véritable barrière à l'entrée.

Phénomène au départ typiquement américain, la notation du risque est devenu transnationale. La mentalité qui y prévaut demeure américaine. En Europe depuis le milieu des années 80, le rôle des marchés financiers dans les financements des grandes entreprises s'est amplifié, tandis que l'essentiel des ressources externes des PME provient toujours des banques à l'heure actuelle. Néanmoins les trois grandes agences S&P, Moody's et Fitch servent de référence sur les marchés financiers¹² dans les grandes transactions. Les grands acteurs économiques et financiers privés (entreprises, banque, assurances, investisseurs) appuient souvent leurs décisions sur les notes des agences renforçant ainsi l'idée que celles-ci détiennent la bonne façon de penser l'économie.

Cette confiance s'est d'ailleurs étendue aux autorités publiques et aux régulateurs. Ainsi, dans le renouvellement de leurs réglementations, les institutions se sont référées aux notes des agences pour établir des *benchmarks* (Bâle II, BCE Cf. § 3.2). Ces mesures ont contribué à renforcer l'oligopole des agences.

2.3. Une transparence pour le moins limitée...

Un des moyens de promotion des agences sont leurs **publications statistiques**.

La qualité de la notation des obligations est contrôlée par des statistiques a posteriori sur les défauts de paiement survenus. Jusqu'en 2006¹³, une publication annuelle de S&P présentait des séries de défaut en fonction de la note et de l'année de son attribution, ainsi la cohérence de méthode d'attribution d'une note et sa performance au cours du temps pouvaient-elles être testées. Des matrices de transition d'une note vers une autre, entre le début et la fin de l'exercice, permettaient également d'examiner la stabilité temporelle des notes. L'accès à ces statistiques était gratuit. Leur examen fournissait de très intéressants constats.

¹² Les directives européennes reconnaissent explicitement la notation des obligations (Financial Time, 14 mai 1992 Richard Waters « The Awesome Power of triple A »)

¹³ En 2006 les statistiques concernent l'exercice 2005.

Mais, depuis la publication 2007, seules des statistiques agrégées, moyennes sur plusieurs années¹⁴ ou annuelles mais agrégées en *speculative grade* et *investment grade*, sont mises à disposition gratuite du public. Des statistiques agrégées d'amélioration ou de dégradation de note sont également régulièrement présentées, sans que soit précisée la note de départ. Fort intéressantes pour une observation synthétique des phases du cycle, elles ne remplacent pas l'observation détaillée. Ainsi les statistiques par note ne sont plus disponibles publiquement, pour plus de détail il est nécessaire de souscrire un abonnement fort cher ce qui exclut de fait beaucoup de chercheurs en statistiques susceptibles d'avoir une vision critique qui éclairerait les autorités et le marché.

Il faut dire que les statistiques détaillées étaient une mine d'informations sur les propriétés méthodologiques de la notation. Elles permettaient des constats importants sur certaines limites de la notation : volatilité des taux de défaut par note, influence de la conjoncture sur les taux de défaut, manque de séparabilité des taux de défaut entre les meilleures notes comme les travaux de Blockwitz [8] et Tiomo [19] l'ont montré. De fait ces limites tiennent d'une part à la difficulté de l'évaluation, d'autre part au faible nombre d'entreprises par note évaluées par les grandes agences de rating. Ces limites perçues comme donnant un message contradictoire avec le discours commercial dithyrambique sur la qualité, S&P a peut-être préféré masquer la réalité¹⁵.

Pourtant, s'il est essentiel de réduire la volatilité, la sensibilité au cycle, et le manque de séparabilité, il est clair que ces inconvénients ne peuvent jamais être totalement éliminés. Il est alors nécessaire de les connaître pour évaluer réellement la qualité d'une notation. (Cf. annexe 3). Ainsi les grandes agences de notation ne peuvent se prévaloir mieux que d'autres organismes de notation de qualité absolue. Si l'activité d'évaluation du risque est essentielle, l'incertitude qui s'y attache ne peut être évincée. Prétendre le contraire pour affirmer son autorité est falsificateur.

De plus certaines incohérences de séries pouvaient surprendre le lecteur : les cohortes de même date initiale étaient modifiées au fil des publications de S&P. Certes le suivi des entités notées est difficile du fait des nombreux événements pouvant survenir (cessation d'activité, restructuration, défaut, renoncement à noter ou à être noté...). Mais on ne comprend pas pourquoi les firmes notées A étaient au nombre de 484 dans la publication 2001 et n'étaient plus que 480 dans la publication 2002, puis montent à 494 dans la publication 2005, les taux de défaut à l'horizon de trois ans de ces séries mouvantes s'établissant respectivement à 0,41 % puis 0,21 % et enfin 0,20 %, offrant ainsi l'image d'une meilleure performance de la note A au fil des publications. A cet égard les explications sensées justifier ces modifications de séries statistiques passées d'une publication à l'autre paraissent douteuses et ne satisfont pas le lecteur attentif. Qu'on imagine la surprise de l'investisseur qui, en 1981, a acheté des obligations notées A en défaut trois plus tard, lorsqu'il constate les modifications de taux de défaut (Cf. annexe 3).

Les statistiques actuelles, réduites à des cumuls sur les séries, masquent complètement la volatilité des taux de défaut ce qui est trompeur pour l'investisseur. Désormais on lui présente des taux agrégés sur vingt ans et plus, il ne peut plus percevoir la marge d'erreur qui est inhérente à la notation, ni être sûr qu'on n'a pas enjolivé les statistiques...

¹⁴ Chez S&P de 1981 à 2006.

¹⁵ A moins qu'il ne s'agisse d'une reconnaissance de fait de leur difficulté à séparer le risque des entités notées AAA, AA et A. La séparation effective serait plutôt entre *investment grade* et *speculative grade* qu'entre les notes détaillées? Rien n'a pourtant été annoncé en ce sens par les agences.

Pour convaincre de la qualité de leurs notations les agences présentent dans leurs publications un certain nombre d'**indicateurs statistiques**¹⁶ comme les courbes de Lorenz, les courbes et indices de Gini ou encore ROC, et d'autres indicateurs moins classiques. Néanmoins les présentations en sont rudimentaires. D'une part le calcul n'est pas explicité au sens où il n'y a pas de fichier ou de tableaux statistiques disponibles qui permettent de bien comprendre comment et sur quelles données sont construits ces indicateurs. D'autre part les explications délivrées dans les annexes des publications sont générales et ne préviennent pas sur les avantages et les limites de ces indicateurs. En effet, selon plusieurs études statistiques, la preuve de qualité qu'ils donnent est toute relative : on ne peut comparer plusieurs organismes de notation entre eux, si les courbes et indices ne sont pas élaborés sur les mêmes entreprises. La vulnérabilité, donc les indicateurs de discrimination entre entreprises solvables et non solvables, dépend des caractéristiques de la population d'entreprises concernées (Cf. Blockvitz et alii [7]). Ainsi une fois de plus ce qui est sensé apporter la preuve de qualité est extrêmement naïf ou du moins prend le lecteur pour un naïf.

La transparence c'est aussi de porter à la connaissance du public **la méthodologie de notation**. On a déjà évoqué au § 1.3 la difficulté d'évaluer le risque. Mais les explications fournies sur les sites ou dans les brochures pèchent par manque de précision, on trouve seulement de grands principes généraux dignes d'un manuel universitaire d'initiation à l'analyse financière... On comprend qu'il s'agisse là d'un secret de fabrication maison qu'il convient de soustraire à la concurrence, mais le résultat est le maintien de leur hégémonie. Tous ces éléments sont probablement réservés aux autorités, notamment si elles distribuent des agréments (ministères, autorités des marchés financiers, superviseurs). Car celles-ci doivent contrôler informations et méthodes, la compétence à y apporter nécessitant expérience et approfondissement. Reste qu'un argumentaire de nature commerciale, quasi publicitaire, sur la qualité des outils est toujours mis en avant. Mais l'accès aux informations est finalement restreint.

Enfin le manque de transparence est aussi dénoncé dans le rapport annuel 2008 de l'AMF [2]. La critique est sévère sur l'opacité de la construction et de l'évaluation des risques des produits structurés. On y vient dans le § 4.

3. LES RÔLES DES GRANDES AGENCES DE RATING DANS L'ÉCONOMIE ACTUELLE

3.1. Un des instruments de la financiarisation de l'économie

Finalement le cœur de métier des agences est lié aux marchés financiers. Pour les émetteurs d'obligations, pour les produits structurés elles délivrent des références aux investisseurs. Elles sont donc un des instruments de la financiarisation de l'économie.

La prégnance de l'école de Chicago de plus en plus forte sur la pensée économique a diffusé la foi en le marché et dans sa capacité à équilibrer et réguler la vie économique moyennant, selon eux, quelques crises épisodiques inévitables.

¹⁶ Ceux-ci font partie de la panoplie du contrôle de qualité ou *backtesting*, ils sont d'ailleurs exigés par les autorités de contrôle dans les dossiers de demande d'agrément au statut de OEEC ce qui est la moindre des exigences.

Même à l'heure actuelle il y a encore des tenants de cette pensée qui minimisent l'impact des crises et les considèrent comme assainissant le marché et passagères¹⁷.

Les superviseurs bancaires, les autorités des marchés financiers, les banques centrales ont pour rôle de favoriser le bon fonctionnement de l'économie en assurant un financement sain et la stabilité financière dans l'intérêt de tous : c'est-à-dire non seulement les investisseurs, mais aussi les épargnants, les salariés, les chefs d'entreprises, les travailleurs indépendants, les retraités...

Or les agences de rating ont imprégné progressivement l'univers des institutions impliquées dans la réglementation du risque. Leur jugement reflète des modes de pensée particuliers et en rejettent d'autres. Dans un contexte de développement de la financiarisation de l'économie, elles ont de plus en plus bénéficié d'un statut d'autorité sur les acteurs économiques et ont transmis une orthodoxie financière. Le travail des agences intègre des éléments sur l'économie et l'organisation qu'elles ont poussés vers d'autres sphères. L'idéologie de « la meilleure pratique » a structuré la manière de penser. Comme le dit Timothy J. Sinclair [18], progressivement elles ont occupé trois champs des conceptions économiques :

- **l'investissement** : le développement des marchés financiers a altéré les critères des décisions d'investissement, a contribué à la désintermédiation des financements ; la centralisation du jugement sur l'investissement qui relie la note et le coût de la dette a influencé le comportement des entreprises mais aussi celui des collectivités publiques ;
- **la connaissance** : elle peut être définie comme un processus social où plusieurs modes de compréhension du monde sont en compétition. Politiquement le moment où une idéologie l'emporte est un moment clef. Les agences ont promu un jugement qui n'est pas objectif, mais qui a des conséquences sur la vie sociale et la politique économique et financière mondiale portant sur des transactions de plusieurs milliards quotidiennement ;
- **la gouvernance** : les règles de gouvernance édictent comment les institutions organisent et hiérarchisent leurs process. Là encore les agences ont véhiculé leurs valeurs.

La sphère publique n'a pas échappé à cette dérive. Très tôt les agences ont noté les émissions d'obligations des états et des collectivités. Leur note publiée a un impact déterminant sur les conditions d'accès au crédit et en conséquence influence les modes de gestion et les programmes de ces organismes.

3.2 Les agences ont servi de référence aux institutions internationales qui élaborent les règlements sur le risque

Dans la période récente, les agences ont servi de référence aux institutions monétaires et prudentielle.

¹⁷ Pascal Salin, Les Echos 1/10/2008.

■ Politique monétaire

Concernant la politique monétaire en Europe, dès avant la création de l'euro, certains pays pratiquaient le refinancement des banques auprès de la banque centrale sur créances privées, procédure précieuse à l'heure actuelle où les banques recherchent des liquidités. Dans le cadre de ces politiques monétaires nationales, la méfiance à l'égard des grandes agences de notation prévalait. D'ailleurs ces dernières notaient trop peu d'entreprises en Europe pour satisfaire ces besoins de refinancement. Les banques centrales nationales¹⁸ avaient chacune créé leur propre système d'évaluation des entreprises.

Avec la création de l'euro, la Banque Centrale Européenne (BCE), dans la volonté d'unifier la qualité des créances apportées au refinancement, a choisi une norme commune : pour être éligibles les créances doivent bénéficier d'une note de qualité équivalente ou supérieure à la note A des agences de notation américaines. Ainsi ces dernières ont servi à l'établissement d'un *benchmark* pour les notes établies par les banques centrales nationales.

Certes les agences ont longtemps été les seules à publier des statistiques de défaut des obligations qu'elles notent. Ces statistiques constituent une mesure de la performance de leur propre activité de notation. Or la clientèle « entreprises » des banques commerciales européennes est très différente de la population restreinte notée par les agences (quelques centaines d'entreprises en Europe).

Pourtant le prestige des agences est tel que leurs publications ont servi de références aux autorités de tutelle pour suivre le risque sur le crédit bancaire (type de dette pourtant différent des obligations) et sur un champ d'entreprises beaucoup plus large (ainsi en France, la Banque de France note plus de 220 000 entreprises par an à partir de documents très complets¹⁹, population dans laquelle les entreprises cotées 3 constituent les firmes dont les créances sont éligibles au refinancement²⁰).

■ Surveillance prudentielle

Si les banques commerciales utilisent les notes des grandes agences pour leurs interventions sur les marchés, en revanche pour attribuer ou surveiller un crédit elles appliquent leur propre méthode d'évaluation basée sur une information ad hoc où peuvent intervenir des notes d'agences (souvent des agences locales spécialisées, maîtrisant mieux la connaissance des entreprises et dont le champ d'investigation est plus étendu), mais surtout leurs propres sources dont les tenues de comptes, le dialogue avec le chef d'entreprise ainsi que l'analyse des raisons de l'emprunt (projet d'investissement, difficultés de trésorerie..).

Cependant, via les autorités de la surveillance prudentielle, les notes des agences ont également servi comme référence à tous les acteurs impliqués dans la notation qu'il s'agisse de banques ou d'entités qui notent les entreprises et qui ont un rôle dans la réglementation prudentielle.

Le comité international bancaire dans sa réforme des normes prudentielles, dits accords de Bâle II (Cf. [4]) entrés en vigueur en Europe en 2006, a défini des coefficients pour déterminer l'adéquation des fonds propres en fonction du risque des emprunteurs.

¹⁸ Dans la zone euro la France, l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne pratiquent ce refinancement.

¹⁹ Sur cette population, l'échelle des notes de la cotation Banque de France, disponible sur son site s'échelonne de la meilleure à la plus risquée : 3+, 3+, 3, 4+, 4, 5+, 5, 6, 8, 9, P.

Cette échelle satisfait aux exigences de Bâle II.

²⁰ Avec la crise l'éligibilité a été élargie à la note 4+.

L'échelle des coefficients a été établie en correspondance avec les notes des agences (Cf. encadré 3).

Cette reconnaissance par les institutions a renforcé le pouvoir commercial des agences. Elle a contribué à amplifier leur prestige et du même coup à renforcer le système de valeurs qu'elles véhiculent.

Encadré 3

Les accords de Bâle II et les agences de rating

Pour imposer aux banques de détenir un niveau de fonds propres suffisant afin de faire face aux risques potentiels dus au crédit, le comité international bancaire siégeant à Bâle a d'abord défini le ratio Cooke de 8 % de fonds propres comparativement au crédit financé. Puis il a promu une nouvelle méthode qui calcule le niveau de fonds propres minimum requis en tenant compte du risque individuel de la clientèle d'emprunteurs, via un système de pondération fonction du risque individuel de chaque client (pilier 1). Cette pondération est définie par comparaison à l'échelle de notes des grandes agences de rating (1^{ère} partie du tableau ci-dessous).

Tableau de correspondance définissant les coefficients de fonds propres en fonction des notes des agences					
Note	AAA à AA	A	BBB à BB		< à BB
Coefficient (en %)	20	50	100		150
Calibrage pour les OEEC ²¹ en termes de taux de défaut cumulé à l'horizon de 3 ans (en %)					
Monitoring level	0,8	1,0	2,4	11,0	28,6
Trigger level ²²	1,2	1,3	3,0	12,4	35,0
Moyennes sur 20 années d'observations de S&P et Moody's des taux de défaut cumulé à l'horizon de 3 ans					
En %	0,1	0,25	1,0	7,5	20,0

Dans les accords de Bâle II, l'évaluation du risque de crédit de la clientèle d'un établissement de crédit peut s'effectuer selon deux méthodes : la méthode standard utilise les notes d'agences de notation reconnues par le superviseur ; la méthode interne conçue par la banque si la qualité de son évaluation est reconnue par le superviseur bancaire.

Dans un cas comme dans l'autre le rôle des agences de notation s'est trouvé valorisé. Dans la première méthode leur rôle est direct puisque c'est leur note qui est utilisée. Dans la deuxième elles interviennent souvent comme un référent dans la méthode interne : les banques examinent les informations externes disponibles soit comme intrants dans leur système de notation interne, soit comme élément de comparaison des résultats.

Les nouvelles agences agréées par le superviseur bancaire doivent avoir des notes calibrées comparativement aux grandes agences internationales grâce au taux de défaut cumulé à l'horizon de trois ans. Ceci est défini grâce à deux niveaux de taux de défaut à ne pas dépasser *monitoring level* correspondant au niveau estimé du 99^{ème} quantile et *trigger level* 99,9^{ème} quantile (2^{ème} partie du tableau). Ces niveaux diffèrent très sensiblement des niveaux moyens des agences S&P et Moody's (3^{ème} partie du tableau) car le comité de Bâle a tenu compte de la volatilité des notes des agences (Cf. [5]).

En France plusieurs organismes de notation peuvent être sollicités : les grandes agences internationales (qui notent généralement les grands groupes d'entreprises), la Banque de France (qui établit une cotation pour les grandes entreprises mais aussi pour les très nombreuses PME du territoire national dont l'activité économique est significative et donne un avis sur les multiples entités de plus petites tailles, Cf. annexe 1), d'autres organismes qui ont construits des modèles sur un large champ d'emprunteurs (COFACE, Euler Hermès, AFDCC²³, mais aussi des modèles de scores de S&P, KMV, Moody's, Fitch).

Les organismes ayant obtenu le statut d'agences externes auprès du superviseur bancaire français, au nombre de huit, sont présentés en annexe IV, les tableaux des correspondances entre les notes de chaque agence et les coefficients sont disponibles sur le site de la Banque de France.

²¹ OEEC= Organismes Extérieurs d'Evaluation de Crédit.

²² Défini ci-dessous.

²³ AFDCC: Association Des Credit Managers.

Les trois grandes agences de notation fournissent des notes sensées lever l'asymétrie d'information sur les marchés financiers. Voici qu'elles interviennent maintenant comme référence pour d'autres types de dettes. Or les objectifs des acteurs de marché sont des objectifs microéconomiques comme la maximisation du ROE²⁴ dont les niveaux exorbitants exigés par les marchés ces années passées (15 %, voire 20 %) sont en contradiction avec un niveau soutenable du développement de l'économie réelle, et des objectifs macroéconomiques compatibles avec la stabilité financière qui concernent l'ensemble de l'économie. De plus, la vision court-termiste nuit à une bonne appréciation sur l'économie réelle dont l'horizon du développement est le long terme (10 à 15 ans, voire plus dans certains domaines). Des prises de positions de grands patrons de l'industrie avaient d'ailleurs attiré l'attention sur le fait qu'une stratégie industrielle se conduit à long terme et peut être contrariée, voire annihilée, par les exigences court-termistes des marchés financiers et leur volatilité²⁵. C'est pourquoi l'utilisation de *benchmarks* callés sur les notes des agences devrait être relativisée aux regards des objectifs institutionnels recherchés et de la population d'entreprises concernée, beaucoup plus large que celle notée par les agences. Les statistiques des nouvelles agences devraient contribuer à cet élargissement du point de vue. Ces statistiques rendues publiques pourront être examinées par différentes instances (AMF, banques centrales nationales, BCE, agences de notation anciennes et nouvelles, spécialistes du risque). Elles donneront lieu à débats, peut-être à controverses, en tout cas elles fourniront des idées plus précises sur le risque sur les différents champs du crédit dont certains sont actuellement mal cernés.

3.3. Le champ d'intervention des agences est restreint

Une grande partie de l'activité économique n'intéresse pas les agences. Celles-ci s'adressent aux marchés financiers. Il est donc inapproprié de les prendre comme référence dans des activités qui concernent des populations beaucoup plus nombreuses.

En France, la population des entreprises exerçant leur activité sur le sol français est d'environ 2 500 000 entreprises²⁶ dont 600 000 remplissent un bilan complet et sont imposées au régime du Bénéfice Réel Normal (parmi elles se trouvent les SA, une partie des SARL, les SAS...). C'est dans cette population que figurent les *Corporates* c'est-à-dire les entreprises dont le poids financier est suffisamment important pour que Bâle II demande une évaluation du risque spécifique (notamment si leur dette bancaire est supérieure à 1 million d'euros). Les autres entreprises, plus petites, appartiennent selon Bâle II au *Retail* (commerce, ventes au détail, particuliers) qui regroupe des petites entreprises (emprunts de moins de 1 million d'euros), les professionnels (commerçants, professions libérales...), les entreprises individuelles... Les PME se répartissent selon leur importance vis-à-vis du crédit bancaire dans les *Corporates* ou dans le *Retail*.

²⁴ Return On Equity = rentabilité des fonds propres.

²⁵ Aux USA, la Commission sur la Réglementation des Marchés de Capitaux Américains mise en place en 2005 appelle les entreprises américaines à renoncer à présenter des objectifs trimestriels de résultat et insiste sur la nécessité d'une approche à plus long terme. Elle s'appuie sur une enquête auprès de 400 PDG américains qui ont reconnu être prêts à remettre un projet plutôt que de manquer un objectif trimestriel (AGEFI 13/03/2007)

En France, la presse a plusieurs fois reproduit des propos de grands patrons qui déploraient l'importance accordée par les agences, et en conséquence les marchés, aux comptes trimestriels des grands groupes, introduisant ainsi des fluctuations excessives dans les cours des actions, contradictoires avec une bonne évaluation des stratégies industrielles et néfastes à l'obtention de bonnes conditions de financement des projets à long terme.

²⁶ Certains organismes dénombrent jusqu'à 6 millions d'entreprises en France, mais ce décompte inclut beaucoup d'entités de très petite taille comme des entreprises individuelles de type professions libérales et artisans, micro-entreprises.

Comparativement les grandes agences de rating notent très peu d'entreprises. En France, les entreprises suivies à long terme par au moins une des trois agences en 2007 étaient au nombre de 349, et parmi elles figurent en très grande majorité des banques, assurances et organismes financiers (Cf. annexe 1).

3.4. Une tentative des agences pour élargir leur champ d'intervention

La nouvelle réglementation bancaire incite donc les banques à mieux évaluer leurs risques. Pour le risque de crédit aux entreprises, elles peuvent utiliser les notations d'agences externes ou construire des modèles internes qui notent le niveau de risque de leurs clients.

Les agences ont vu dans ce contexte une opportunité pour étendre leur activité. Mais il leur manquait des données pour estimer des modèles sur de larges ensembles d'entreprises. Elles ont donc proposé aux banques de leur construire des modèles sur leurs données de clientèles. Elles ont même organisé des regroupements de données issues de plusieurs banques d'un même pays (il est en effet nécessaire de travailler par pays puisque les différences de structure de bilan et les écarts entre législations nationales introduisent une hétérogénéité entre pays qui empêche actuellement toute modélisation internationale efficace du risque de défaut, même au niveau de grandes régions comme l'Union Européenne, ou même la zone euro). Ainsi S&P a construit des modèles adaptés à chaque pays européen mais avec une même échelle de risque dans tous les pays ce qui en effet peut permettre une cohérence souhaitable dans le traitement des risques de crédit. Cet outil de notation s'appelle Risk Solution Tracker. Moody's a aussi construit son propre modèle, RiskCalc, et Fitch a mis au point plusieurs modèles selon la catégorie d'entreprise regroupés dans Fitch CRS.

Quel est l'avenir de cette démarche ?

D'une part, les banques qui participent au calibrage de tels modèles peuvent en tirer parti pour tester leurs propres modèles internes qui seraient alors concurrents des modèles des agences. D'autre part, la maintenance des modèles des agences nécessite un flux régulier de données nouvelles représentatives de l'ensemble des entreprises nationales concernées par le modèle national. Faute de quoi le modèle deviendra rapidement de qualité incontrôlable donc obsolète.

Ainsi, sans une volonté partagée par les banques de maintenir de tels modèles les agences pourraient être contraintes de renoncer à ce type d'activité.

4. LES GRANDES AGENCES INTERNATIONALES SONT CONTESTEES

Dans une économie où les marchés seraient parfaits, efficients et complets, si les agences de notation réalisaient sur tous les marchés des évaluations de qualité susceptibles de lever l'asymétrie d'information, celles-ci mettraient effectivement au service de l'économie un bien public, la notation, permettant une meilleure allocation des ressources. Or les marchés sur lesquels opèrent les agences sont loin de vérifier les hypothèses de la théorie financière. Même si des flux considérables transitent par eux, ils sont très restreints quant au nombre d'acteurs qui y interviennent en direct comparés à l'ensemble de l'économie. Par contre l'impact indirect des comportements des marchés et des décisions des agences est considérable sur des entités et sur des individus qui ne sont pas ceux qui décident, et qui subissent actuellement de lourdes pertes.

Par ailleurs les évaluations des agences ne reflètent pas la vérité des situations. Les besoins de financement de l'économie réelle ne se trouvent pas couverts, une part importante des fonds est orientée vers le court terme alimentant une pratique spéculative. Face à cette réalité, l'activité des agences doit être contrôlée et mise à sa juste place.

4.1. Les grandes agences ont mal anticipé les crises

Dans la crise actuelle, l'A.M.F. [2] pointe une succession de surévaluations des notes de la part des agences, puis des décotes rapides susceptibles d'avoir amplifié les difficultés.

■ Dans la notation des émetteurs d'obligations

Le premier semestre 2007 s'est inscrit en continuité des tendances passées. Le marché des emprunts *corporate* a bénéficié d'une bonne orientation des sociétés et les taux de défaut ont été historiquement bas. L'été 2007, la crise des marchés hypothécaires et la crise de liquidité internationale se sont répercutées sur l'ensemble des marchés de dettes dont le marché obligataire. Entre janvier et septembre 2007 les *spreads*²⁷ des obligations des sociétés financières notées BBB ont augmenté de plus de 500 points de base, contre 170 pour les sociétés non financières. Toutefois les taux de défaut sont restés historiquement bas jusqu'à la fin 2007 en particulier en Europe²⁸. Mais fin 2007 la dégradation de la qualité du crédit apparaît, elle entraîne des dégradations de note, mouvement qui s'amplifie pendant l'année 2008. Selon l'AMF ces dégradations de note ont pu contribuer à alimenter la crise de liquidité. Cette tendance se poursuit : dans les publications 2009 où les taux de défaut déjà très élevés en nombre, sont considérables quand ils sont évalués en montant (Cf. Moody's). Les méthodes de notation sont de plus en plus contestées par le marché²⁹.

■ Dans la notation des produits structurés

Au premier semestre 2007, en dépit d'une montée des taux de défaut et d'une décroissance des prix sur le marché immobilier aux USA, les agences n'ont pas modifié leurs notes et le marché des produits titrisés est resté extrêmement vigoureux jusqu'en août 2007. A partir de cette date les investisseurs se détournent massivement de ces produits. Ceci s'est accentué en 2008 : dans le monde sur les 9 premiers mois de 2007 le marché était à hauteur 2150 milliards d'euros, sur la même période en 2008 il s'est établi à 700 milliards d'euros. Ce ralentissement a affecté surtout les ABS³⁰ et CDO³¹ mais dans une moindre mesure les RMBS³².

Les agences procèdent alors à une première vague de dégradations des notes et de changements de perspective³³. Par exemple Moody's dont les notations de produits structurés

²⁷ *Spread* : écart de taux entre le produit examiné et un placement sans risque (par exemple les obligations d'état). Les *spreads* mesurent les réactions du marché révélant les risques anticipés par celui-ci.

²⁸ 0,33% pour les émetteurs au niveau mondial, 0,17% pour les émetteurs européens (source rapport AMF [2]).

²⁹ Dès début 2007, Moody's est amené à suspendre sa nouvelle méthode DJA de notation des banques pour mauvaise prise en compte de l'accès au financement et du risque d'illiquidité. (AGEFI 13/03/2007).

³⁰ Assets Back Securities

³¹ Collateralised Debt Obligations

³² Residential Mortgage Backed Securities

³³ Procédure que les agences appliquent quand des modifications péjoratives apparaissent sans pour autant que la note change.

s'étaient considérablement développées (le taux de croissance de ces notations passe en deux ans de 14% à 64%), est obligé de rétrograder 31% de ses CDO dont 14% avec la cote AAA [17]. Par ailleurs de nombreuses tranches de RMBS incorporant des *subprimes* subissent une correction brutale des prix. Lors des 4 premiers mois de 2008 une deuxième vague de dégradation massive des notes des agences coïncide avec une dégradation des assureurs « monoline ».

La défiance vis-à-vis des modèles d'évaluation des produits complexes des agences s'installe³⁴. De plus, des erreurs sont décelées dans les modèles d'évaluation des produits complexes³⁵. Les agences procèdent alors à des changements de méthodologie. L'AMF [2] dresse un panorama très critique des modèles : erreurs sur les données, non prise en compte des corrélations et des risques extrêmes, absence de précisions sur les sous-jacents et signatures composant le portefeuille, peu de prise en compte des crédits de « second lien », manque de recul statistique³⁶. Les modèles mathématiques utilisent des hypothèses fortes souvent dénuées de réalité (normalité des lois probabilistes, raisonnements fondés sur des moyennes, négligences des gros risques).

Le rôle des scientifiques au service des techniques de la finance est souvent évoqué. En effet pour développer leur activité les agences ont eu recours à des mathématiciens de haut niveau. Sans être forcément cupides, bien que très bien rémunérés, ils ont été pris dans l'ambiance euphorique des marchés, ils ont subi l'emballement collectif et n'ont pas échappé au mimétisme. Ce ne sont ni des économistes³⁷, ni des responsables de la surveillance de la stabilité financière, ils ont sous-estimé la contradiction entre rendement et risque, négligé les risques extrêmes et ignoré les enchaînements micro, méso et macro-économiques des risques depuis l'économie bancaire jusqu'à l'impact sur la sphère réelle. Embauchés par des sociétés privées, l'inquiétude des régulateurs conscients de la montée des risques sur les produits dérivés leur a complètement échappé. Ce n'était d'ailleurs pas leur rôle. Cependant dans la chaîne des responsabilités chez leur employeur ou leur commanditaire, les modèles auraient dû être considérés avec plus de prudence. Un point de vue prudentiel aurait du être mieux pris en compte, et le contrôle, s'il avait été satisfaisant, aurait du obliger à maintenir ce cap. Comme l'énonce M. Yor³⁸ « L'évolution profonde et constante du fonctionnement de l'industrie bancaire a pour conséquence que les théories mathématiques qu'elle suscite se trouvent rapidement remises en cause au niveau de leur applicabilité aux problèmes du moment. Il y a là une différence importante avec la recherche des lois « immuables » de la Physique, lesquelles évoluent elles-aussi ... » Cf. [16].

Les crises antérieures n'avaient pas été mieux anticipées : on a pu constater des taux de défaut records même pour des entreprises bien notées notamment les *high yield*³⁹ en 1991 – 1993. Puis on découvre sans que les agences les aient prévu la crise de l'immobilier en

³⁴ Par exemple, le taux de défaut d'une note B à l'horizon d'un an est en septembre 2008 de 10%, alors qu'il était de 0,3% en 2006.

³⁵ En mars 2007, on découvre l'une des hypothèses du modèle de Fitch : le prix des maisons est supposé être constamment en croissance (!). En mai 2008, Moody's reconnaît une erreur dans un modèle informatisé d'évaluation de produits de dette à effet de levier (Les Echos 22/05/2008). S&P reconnaît à son tour une erreur dans un modèle d'évaluation des CPDO (Les Echos 16/06/2008)

³⁶ Par exemple ce n'est qu'à partir de 2005 que des tables de transitions spécifiques aux produits structurés sont calculées et publiées.

³⁷ Il ne s'agit pas ici de magnifier cette profession, elle-même souvent défailante, mais d'indiquer qu'un certain nombre de considérations de l'économie du risque et de l'économie réelle auraient du être présentes dans leurs travaux, et les conséquences mieux surveillées.

³⁸ Responsable du Laboratoire de Probabilités et Modèles Aléatoires des universités de Paris VI et Paris VII.

³⁹ Nom donné aux produits de plus haut rendement.

1992-1995 , la crise asiatique 1997-1998, la crise des industries des télécommunications et de l'information (TIC) survenue dans un contexte de gigantesque survalorisation boursière des start-up en 2002, même l' *investment grade* a des taux de défaut élevés en 2000 -2002.

Des défauts retentissants de très grandes entreprises ont mis en difficulté de nombreux partenaires alors que ces entreprises étaient six mois avant leur défaut encore relativement bien notées puisqu'elles faisaient encore partie de l' *investment grade* (Cf. [2]).

Notes Moody's, S&P, Fitch six mois avant leur défaut

ENRON : Baa1, BBB+, BBB+

Worldcom : A3, BBB+, BBB+

Parmalat : ..., BBB...

4.2 La notation des Etats et des collectivités a une influence politique

Les agences notent des émetteurs publics : Etats ; municipalités ; directions d'instances nationales, régionales ou locales, certaines en charge de biens publics comme la gestion de l'eau ; universités américaines... Les finances municipales représentent des budgets considérables. Par exemple, Moody's, qui note près de 1500 instances aux USA, prévoit en 2005 des investissements pour un montant de 280 milliards de \$ pour maintenir une activité normale sur les vingt prochaines années. Investir dans ces obligations peut être attractif même si le profit est faible car les intérêts sont nets d'impôts [18].

Dans le domaine public comme dans le domaine privé, les agences diffusent leur vision de l'économie et interfèrent dans la politique. Que la note d'un pays soit baissée ou même seulement mise en observation et c'est l'accès au crédit de ce pays qui est modifié, entraînant des difficultés de réalisation de programmes aux conséquences sociales souvent néfastes.

Certes la dégradation d'une note est argumentée, mais on voit aussi toute la manipulation politique qui peut en résulter. Dans les années 70 les jugements de gouvernements locaux se sont infléchi valorisant rémunération et productivité, poussant à la privatisation des services (enlèvement d'ordures, aéroports, police, surveillance..). Des exemples sont fournis par T. Sinclair [18] à propos de la notation de l'Etat de Victoria en Australie, des notations des municipalités de Philadelphie, Détroit, ...où les notes des agences et leurs changements ont contribué à appuyer une orientation politique néolibérale.

Actuellement les changements de note de plusieurs pays européens (la Grèce, l'Espagne, l'Irlande) pourraient accentuer leurs difficultés.

4.3. Une attitude « suiviste » plutôt que « prévisionniste »

La difficulté de la prévision du risque entraîne une implication forte de la responsabilité du notateur. Celui-ci doit harmoniser l'horizon de la prévision, la stabilité de la note et son juste niveau.

En effet, la dégradation de la note est redoutée par l'entité notée, car cela contribue à limiter l'accès au marché des capitaux, à renchérir le crédit, à faire baisser la valeur de l'action des entreprises cotées, voire à faire jouer des *covenants*⁴⁰. Par ailleurs l'investisseur tient à faire fructifier sa mise et, au pire, à limiter ses échecs. Les agences ont donc souvent hésité, puis finalement dégradé fortement certaines notes mais trop tard pour les investisseurs piégés avec des actifs dévalorisés. Il faut reconnaître que ce dilemme est souvent difficile à trancher. Elles portent donc une lourde responsabilité dans la réactivité de leur notation vis-à-vis des entreprises notées d'une part, vis-à-vis des investisseurs d'autre part.

Finalement l'expérience montre que, dans un contexte de crise où leurs notes sont très regardées, vis-à-vis de la conjoncture les agences ont une attitude « suiviste » plutôt que « prévisionniste ». Lors des différentes crises les agences ont toujours réagi trop tard. La note qu'elles attribuent est une synthèse de leur analyse où l'influence de considérations comme « ne pas affoler le marché », « ne pas nuire à mon client », « faire confiance en un redressement de la conjoncture » interfèrent. La note finale attribuée se fonde d'abord sur le passé ce qui est normal, sur des anticipations très difficiles à faire, et sur des considérations où le conflit d'intérêt intervient. La note finale n'a donc qu'une valeur relative.

Les agences ne peuvent ignorer certains faits, mais elles collent au marché et ne veulent se désavouer elles-mêmes. Elles ont leur logique et leur discours concourt à la défendre.

Que préconiser ? Des analyses beaucoup plus approfondies sont nécessaires, prenant en compte explicitement plusieurs aspects visibles dans l'évolution de l'entité notée. Plutôt qu'une seule note synthétique, la promotion d'une note à plusieurs volets pourrait être envisagée. Même si elle complique l'appréhension du risque, elle permettrait de mieux prendre en compte la réalité d'une situation par nature complexe. Elle pousserait aussi l'investisseur à faire sa propre analyse tout en s'appuyant sur ces indicateurs.

Les acteurs économiques ont une trop grande confiance dans les notes des agences. Le débat sur la place à accorder aux notes n'est pas assez approfondi. Si les marchés ont besoin de références, les investisseurs doivent prendre en compte la réelle difficulté de prévoir le risque. Dans ce débat il faut examiner en détail le processus d'anticipation des risques ainsi que son objectif.

Les autorités responsables de la stabilité financière ne peuvent, elles, se contenter d'être suivistes. Les alertes sont données par d'autres indicateurs que les notes des agences. Elles apparaissent dans les statistiques détaillées sur les différentes opérations de marché, sur l'évolution des crédits, sur l'émergence de certaines pratiques dangereuses. Les autorités les surveillent car elles sont révélatrices de la formation des risques, généralement avant que les statistiques des agences et les notes attribuées par émetteur et produit ne se dégradent.

La vision des régulateurs est macroéconomique et lors d'alertes leur responsabilité est engagée, elles peuvent être amenées à entreprendre des actions stabilisatrices et réglementaires. Leur point de vue est foncièrement différent de celui des agences. Pourtant ces autorités ont incorporé à leur réglementation des références (*benchmarks*) basés sur les résultats des agences de rating (Bâle II coefficient de fonds propres, BCE refinancement sur créances privées). N'y aurait-il pas là une contradiction à résoudre ?

⁴⁰ Les *covenants*, clauses figurant dans les contrats de prêts et appliquées en cas de problèmes sont souvent extrêmement pénalisantes pour l'entité notée. Véritable bombe à retardement, elles sont d'autant plus lourdes que la note est basse.

5. LES PROPOSITIONS EN DEBAT

Le manque d'anticipation des agences ne date pas d'aujourd'hui. De nombreuses incitations à modifier leur comportement ont pour l'instant eu un impact limité. Inquiètes de leur perte d'indépendance elles ont préconisé l'autorégulation. On examine ici en quoi ce n'est pas une solution et quelles sont les demandes principales des acteurs de marché ou des autorités régulatrices. On tente un examen critique de ces propositions : autorégulation, appel à plus de transparence ; réforme du processus de notation afin de réduire les conflits d'intérêt ; remise en cause de l'oligopole des trois grandes agences ; création d'une supervision des agences ; création d'agences publiques.

5.1. L'autorégulation n'est pas une solution

En matière financière, dès que le projet de légiférer apparaît, l'autorégulation est présentée par les acteurs visés comme la solution à la bonne marche des affaires. Mais l'ampleur de la crise, et les erreurs dramatiques auxquelles on a assisté, ont rendu plus que dubitatifs.

Même sincère au départ, le respect des règles de prudence n'a qu'un temps comme le montre Frédéric Lordon ⁴¹[15] dans l'exemple qu'il donne sur un autre aspect de la régulation financière. Après l'affaire LTCM, la banque UBS s'était engagée à plus de prudence. Mais plusieurs années de pression concurrentielle agressive ont eu raison de sa résistance à pratiquer une recherche de profit effrénée. Ce relâchement a eu pour résultat les pertes colossales d'aujourd'hui.

Revenant aux agences de rating, en 2004, l'OICV⁴² définissait le « code de bonne conduite »⁴³. Force est de constater que celui-ci a échoué à modifier les comportements à risque. Pourtant ses partisans sont restés convaincus, et l'ont à nouveau ressorti comme une solution en 2007. La controverse sur l'autorégulation s'est intensifiée.

Devant la multiplication des critiques et des propositions de contrôle, les agences ont d'abord pris une attitude défensive. En 2008, elles prônent le statut quo car elles craignent pour leur indépendance⁴⁴ et « ne veulent pas endosser le rôle de bouc émissaire »⁴⁵.

Toutefois la perte de confiance est si forte qu'en 2009 elles en viennent à accepter l'idée d'enregistrement et de surveillance⁴⁶. Sont admis le contrôle des méthodes, des modèles et des performances, les inspections périodiques et les sanctions pour non respect des standards reconnus (sans doute à redéfinir -NDLR). L'autorégulation pure n'est donc plus présentée comme une solution, les agences elles-mêmes semblent prêtes à se plier aux contrôles.

⁴¹ F. Lordon « Jusqu'à quand ? » page 39 [15].

⁴² OICV : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OISCO en anglais)

⁴³ Il comporte 52 mesures regroupées en 4 thèmes : Qualité et intégrité de la notation ; prévention des conflits d'intérêt ; responsabilité des agences de notation envers les investisseurs et les émetteurs ; traitement par les agences de notation de l'information confidentielle. Avec la montée des critiques vis-à-vis des agences, ce code de bonne conduite a été plusieurs fois révisé. Dernière en date le 3 avril 2009 au lendemain du G20 de Londres.

⁴⁴ L'AGEFI, le 4 septembre 2008.

⁴⁵ Le Monde, le 18 novembre 2008.

⁴⁶ The Financial Time, le 12 mars 2009.

Cependant, tout en admettant cette évolution⁴⁷, Deven Sharma, président de S&P, veut protéger les agences de l'interférence du régulateur aussi bien dans leurs méthodologies, que dans leurs notes, présentées comme une opinion⁴⁸. Car l'enjeu fondamental pour les agences sera de demeurer fournisseurs de *benchmark* dans le cadre de la régulation et de maintenir leur oligopole. La notation a été au cœur des directives OPCVM, Marchés d'instruments financiers, Bâle 2, Solvabilité 2. Les agences conserveront-elles un rôle dans la réglementation ? Peu avant le G20, Deven Sharma défend ce rôle en appelant les gouvernements à « tenir compte de l'intérêt des investisseurs et des régulateurs pour leur activité ».

5.2. Plus de transparence ?

C'est un terme galvaudé. Chaque fois que quelque chose ne va pas on demande plus de transparence, comme un appel à la raison : si on explicite tout, on saura décider. Il est temps d'examiner quel pourrait être un contenu sérieux et efficace de la transparence.

La grosse difficulté réside dans le « on explicite tout ».

D'une part, l'activité de noter est difficile et ne fonctionne pas qu'objectivement, une grosse part de subjectif s'y mêle. Ce n'est donc pas un processus entièrement explicité.

D'autre part, il faut avoir la volonté d'être transparent. On vient de montrer par plusieurs exemples combien les agences ont la plus grande réticence à la transparence. Ce serait, pour elles, donner leur secret de fabrication, révéler leurs faiblesses et leurs hésitations, donc risquer de perdre leur position dominante.

En conséquence, il faut approfondir ce qui peut et doit être explicité. En voici un examen sommaire en précisant d'emblée que la notation d'émission d'obligations et la notation de produits structurés posent des problèmes différents.

■ Pour les obligations

Recommandation : Présenter la méthode, les données et les commentaires de la note de chaque cas individuel

Commentaire : Sur les 1^{er} et 3^{ème} éléments des progrès ont été réalisés : les agences, invitées à publier des commentaires afin d'explicitier et d'améliorer leurs processus de notation, ont commencé depuis 3-4 ans à fournir plus de renseignements sur leurs méthodes dans leurs séminaires et leurs brochures. Il s'agit en fait de principes très généraux. Elles ont aussi publié des commentaires sur les notes au cas par cas. Certes cela constitue un progrès mais il ne mène pas très loin car le processus de décision lui-même n'est pas décrit. Il n'est d'ailleurs pas véritablement possible de faire toutes ces descriptions et pas vraiment utile.

Recommandation : Présenter un rapport annuel détaillé où les statistiques *a posteriori* testent les performances.

Commentaires : Les statistiques *a posteriori* constituent le principal instrument d'un réel examen critique, donc d'une réelle transparence. Or ce n'est pas le chemin qui a été pris par

⁴⁷ The Financial Time, le 12 mars 2009.

⁴⁸ On appréciera le changement sémantique dans le discours où l'« opinion » prend le dessus sur le « fondement scientifique ».

les agences ces dernières années. Au contraire elles ont modifié, complexifié, opacifié leurs tests statistiques et banalisé leur présentation. De gros progrès sont à faire dans ce domaine et peuvent être obtenus pour peu qu'elles renoncent au culte de l'image publicitaire. Publier des statistiques détaillées sur des données explicitées et répondre aux questions qu'elles suscitent, c'est le seul moyen de rétablir la confiance

■ Pour les outils de rating de type scores

Recommandations : Expliciter les méthodes. Les statistiques de test annuellement renouvelées sont indispensables. Un rapport annuel doit montrer les points confirmés, ceux à faire évoluer, les progrès obtenus depuis le précédent rapport, l'incertitude qui demeure, les limites de ces outils.

Commentaires : Un tel rapport peut être aisément présenté si les agences en ont la volonté. Ces scores font actuellement partie du domaine commercial. Ils sont calibrés grâce aux données des banques et vendus aux banques⁴⁹. Ce sont donc elles qui doivent exiger ce rapport. Si ces outils étaient un jour utilisés dans un domaine public (comme, par exemple, le refinancement des banques sur créances privées auprès de l'Eurosystème), alors ces rapports devraient devenir publics. Par ailleurs, les superviseurs bancaires devraient en bénéficier quand les banques commerciales intègrent de tels outils dans le processus d'évaluation de leur clientèle.

■ Pour les produits structurés

Recommandations : Explicitation complète des méthodes, des sous-jacents ; définition d'une échelle spécifique ; rédaction d'un rapport approfondi où des statistiques appropriées présentent les performances

Commentaires : un minimum est que les sous-jacents ne disparaissent plus dans le produit final, que l'on connaisse leur identité, leur risque, leur proportion. Les modèles mathématiques doivent être présentés complètement et avec rigueur comme devant un jury de thèse avec les mêmes exigences scientifiques : leur contenu, leur place dans le processus de notation, leur évolution, leurs faiblesses, leurs avantages, les statistiques de taux de défaut et de transitions... Assez d'autosatisfaction ! Une vision critique sur les modèles des produits structurés est indispensable avec explicitation des techniques et des hypothèses, mises en œuvre de variantes. Une échelle spécifique pour ces produits aurait évité la confusion avec l'échelle des obligations alors qu'ils n'ont pas les mêmes propriétés statistiques (volatilité, dispersion). La note AAA a été décernée à des véhicules de titrisation dont la qualité était plus que douteuse. Jusqu'à 5000 véhicules ont été notés AAA alors que seulement 4 grandes entreprises américaines obtenaient cette note ! Cf. [10].

Comme le dit Jérôme Cazes, directeur général de la COFACE [10], « il serait paradoxal qu'on contrôle des notes internes et confidentielles (celles des banques) plus strictement que des notes publiques (celles des agences). Cette solution (le contrôle) nous aurait évité la crise actuelle : si en 2005 les agences étaient venues en disant « j'ai une idée : au lieu de noter seulement les entreprises, les Etats souverains et les organismes financiers réglementés, je vais noter les véhicules de titrisation » ; et si l'organe de contrôle leur avait répondu « donnez-nous les statistiques, sur un nombre d'années suffisant, prouvant la qualité de vos notes », elles auraient reconnu qu'elles ne les avaient pas et l'organe de contrôle leur aurait justement dit « allez y, faites des notes privées pour investisseurs avertis : revenez dans

⁴⁹ Cf. § 3.4.

quelques années pour une validation officielle, et en attendant, n'appellez surtout pas ces notes comme (...) celles que valident les autorités.(...) Gageons que les exportations des *subprimes* n'aurait jamais décollé. ».

■ **La transparence réside aussi dans la réalisation et la publication d'études et recherches**

Toutes ces activités de notation par nature n'atteindront jamais la perfection : les méthodes et l'environnement évoluent, des recherches doivent être menées en permanence et publiées. Le plus important est le contrôle par des statistiques détaillées *a posteriori*. De plus on ne devrait plus tolérer que les agences se déroberent aux débats d'idées et de méthode comme elles ont l'habitude de le faire dans une optique commerciale de défense d'image.

■ **Quelques propositions méthodologiques au titre de la transparence de la note**

Les notes devraient mieux refléter la complexité des situations et inciter les investisseurs à faire leurs propres analyses tout en mettant à leur disposition des informations qui les éclairent. On a évoqué l'idée d'une notation à plusieurs volets. Mais, si dans un tel objectif la forme précise de la notation reste à trouver, il faut surtout qu'en plus des éléments intrinsèques de l'entité notée, l'appréciation intègre de façon explicite et sérieuse des thèmes tels que la vulnérabilité de l'entité à l'environnement économique, l'impact sur les perspectives à moyen – long terme de la corrélation des risques et du risque de liquidité. Dans cette analyse, le hors bilan trop souvent ignoré car utilisé pour contourner la réglementation, doit être pris en compte pour obtenir une bonne compréhension de la situation.

L'amélioration de la transparence et de la qualité de la note devrait entraîner la mise en place de processus incitatifs, par exemple en reliant la rémunération à la pérennité du diagnostic. Ainsi, à titre illustratif, un mode de paiement spécifique pour les notations à moyen et long terme d'entités ou de produits pourrait être imaginé : le versement initial pourrait être partiel (mettons 90%), le complément serait versé ultérieurement si la note est maintenue (mettons 6 mois plus tard, afin de ne pas faire intervenir des modifications importantes de marché qui ne peuvent être prévisibles sur un horizon de plusieurs années). De telles mesures incitatives seraient de nature à éviter l'inflation folle de notes AAA à laquelle on a assisté ces dernières années. Toutefois de telles mesures devraient être conçues de façon à ne pas retarder la dégradation de la note quand elle est nécessaire⁵⁰.

⁵⁰ Par exemple en instituant une période d'observation ultérieure aux 6 mois et un paiement différé ce qui réduirait les effets de seuil avec changement juste après la fin des 6 mois.

5.3 Vers une résolution des conflits d'intérêt ?

Ainsi l'autocontrôle ne suffit manifestement pas à régler les conflits d'intérêt. Dans son rapport de juillet 2008, la SEC annonce avoir découvert, après une enquête de 10 mois, que les agences n'ont pas réglé correctement leurs conflits d'intérêt. Des analystes auraient participé aux discussions sur les tarifs et soupesé le risque de perdre des clients en fonction de leurs évaluations.

Pour résoudre les conflits d'intérêts plusieurs propositions existent.

Une première idée est que **l'investisseur paie la prestation** de l'agence et non l'émetteur. C'est ce qui est réalisé pour la cotation de la Banque de France. Toutes les entreprises au-delà d'une certaine importance économique sont notées à la vue de documents comptables complets et de renseignements qualitatifs précis et opposables juridiquement. Les établissements de crédit adhérents à FIBEN peuvent consulter notes et informations à forte valeur ajoutée, moyennant une tarification étudiée. L'homogénéité de la méthode appliquée par les analystes est strictement contrôlée, ce qui constitue un instrument complémentaire de prévention contre les conflits d'intérêt. La cotation de la Banque de France concerne le crédit bancaire, mais il s'agit d'une note sur la santé financière de l'entreprise. Cette note est accessible aux établissements de crédit et à l'entreprise elle-même, mais pas aux entreprises concurrentes, ni aux investisseurs sur les marchés financiers. Pour devenir une notation utilisée par les marchés financiers il faudrait en élargir l'accessibilité.

Ce type de rémunération présente un risque commercial. En effet, dans le cadre de l'émission d'obligation, la note est un bien privé pour l'émetteur, alors qu'elle est un bien public pour l'investisseur. En conséquence, pour l'organisme évaluateur, le risque est bien sûr la revente d'information par l'utilisateur acheteur de la note.

Ce mode de financement des agences de rating n'est pas nouveau. En juillet 2008, Vickie Tillman, vice président exécutif de Rating Services Standard & Poor's, rappelle qu'à ses débuts et pendant un demi siècle S&P était rémunéré par les investisseurs grâce aux honoraires versés pour connaître la note. « Ce système fonctionnait bien dans une ère de stabilité des marchés de la dette. A l'époque de grandes entreprises ou organismes de services publics émettaient de la dette catégorie *investment*, placée presque exclusivement auprès des grandes compagnies d'assurances et des fonds de pension. Ce modèle a atteint ses limites dans les années 70 ». C'est-à-dire selon V. Tillman quand se sont développés les produits plus complexes avec des émetteurs de taille et de qualité de crédit inférieures. « Les investisseurs exigèrent une analyse plus sophistiquée sans être toutefois disposés à financer le surcoût. (...) Notre modèle économique a ainsi évolué (...) afin de financer les ressources toujours croissantes requises ». Ainsi apparaît encore une fois clairement comment la nouvelle orientation de la finance des années 70 a entraîné un extraordinaire développement de l'activité des agences, mais cela au prix d'un fléchissement déontologique néfaste.

Le mode de financement est un véritable enjeu commercial. Il est structurellement lié au type de mission dont l'agence est investie. La dérive vers une innovation exubérante s'est avérée dangereuse. L'expérience récente montre la nécessité de freiner « l'inflation des notations » motivée par une recherche effrénée de gain par les agences de notation. L'objectif fondamental doit être réorienté vers le développement équilibré de l'économie réelle.

Une deuxième idée consiste à **organiser autrement les missions d'évaluation du risque des agences de notation en séparant de façon étanche l'activité de notation et la négociation commerciale**. Cette solution présentée par l'AMF dans son rapport 2008 [2] reste à appliquer. La séparation des rôles entre notateur de l'entité et négociateur du contrat commercial faisait partie des engagements pris par les agences dans le code de bonne conduite, mais l'étanchéité de cette barrière doit être contrôlée. Or malgré son engagement à mettre en œuvre cette technique une agence a été prise en défaut.

L'idée de séparation étanche a été développée par le professeur J. C. Rochet [17]. Celui-ci imagine la création d'un organisme centralisateur des demandes de notation émanant des émetteurs. Cet organisme, appelé « Plateforme d'échange », serait gestionnaire de l'attribution du travail aux agences de notation. Il serait rétribué par l'émetteur sous forme d'un prépaiement. Le résultat du travail, attribué par la Plateforme à une ou plusieurs agences, serait ensuite présenté à l'émetteur qui choisirait alors de poursuivre le processus ou de se retirer. Les agences seraient payées par la plateforme. Elles seraient sollicitées en fonction de leur réputation et non du résultat de la notation, ni du fait que l'émetteur poursuit ou non le processus. Cela supprimerait l'incitation à multiplier les notations, phénomène particulièrement sensible pour les produits structurés et qui a été un facteur d'enrichissement des agences, mais a engendré l'instabilité financière et la crise actuelle. Cependant comme l'exprime J. C. Rochet il ne faudrait pas que ceci soit l'occasion de conflit d'intérêt entre les gestionnaires de la plateforme et les investisseurs finaux. Un développement possible selon J. Ch. Rochet pourrait intervenir dans le cadre des marchés de gré à gré : ces plateformes pourraient jouer le rôle de dépositaire et de chambre de compensation. Des idées à creuser.

Contrôler les conflits d'intérêt est nécessaire. L'introduction d'un minimum de déontologie dans cette activité d'intérêt général paraît indispensable. Mais le contrôle par des statistiques explicites, détaillées et publiques permettra mieux que n'importe quelle règle de juger de la qualité. C'est un point crucial où les autorités de contrôle doivent exercer pleinement leur compétence. La concurrence entre agences pourra alors jouer pleinement.

5.4 La remise en cause de l'oligopole des grandes agences de notation internationales

Les accords de Bâle II ont favorisé l'émergence d'autres agences. Souvent issues d'organismes très expérimentés, exerçant leur activité depuis longtemps, mais spécialisées sur leur propre créneau, important économiquement, mais peu lié aux marchés financiers.

En France, par exemple, les risques liés au crédit bancaire, au crédit commercial, au crédit à l'export ont été évalués grâce à une expertise de longue date : la Direction des entreprises de la Banque de France cote la capacité des entreprises du territoire français à honorer leurs dettes bancaires ; Euler Hermès (anciennement Euler SFAC) est assureur de crédit commercial et a développé une activité d'affacturage ; la COFACE, initialement spécialisée dans l'assurance du crédit à l'export, a étendu son activité à l'assurance crédit, et, fusionnée à la SCRL, elle évalue les entreprises par un système de *scoring* ; le rayon d'action de ces deux derniers organismes est international (Cf. annexe 1)

De tels organismes engagés dans l'évaluation des entreprises pourraient contribuer à lever l'oligopole des grandes agences internationales. Les critères d'évaluation du risque s'en trouveraient assainis et étendus à un champ d'activité plus large d'entreprises dont font partie les PME. Dans la mesure où ces organismes évaluent le risque pour leur propre compte, ils sont très motivés à approcher au mieux la réalité du risque.

Dans ces conditions ils ne sont pas juge et partie⁵¹. Bien sûr, si leur activité évolue vers la vente généralisée de leurs notes, il faudra veiller à ce qu'elles ne deviennent pas juge et parti. Tout dépendra de qui les rémunère, pour l'instant ce sont les utilisateurs de la note (établissements de crédit, entreprises assurant leurs créances commerciales) et non les entreprises notées⁵².

Les statistiques de ces organismes portent sur un très grand nombre d'entreprises. Elles peuvent être diversifiées par catégories et fournissent un instrument précieux de surveillance prudentielle concernant non seulement les obligations, mais aussi le crédit bancaire, ressource majeure des PME européennes⁵³ et le crédit inter-entreprise qui permet le financement de l'activité productive et dont le dérapage peut entraîner la défaillance et la transmission du risque.

Certains objecteront que le champ sera plus large que celui de risque de marché.

Certes, mais l'avantage sera de promouvoir des critères d'évaluation différents où le rendement à court terme n'est plus la préoccupation première. Cela favorisera une vision plus attentive à l'économie réelle. Sur le plan statistique la surveillance de vastes populations d'entreprises procure des résultats plus stables et les mouvements qui apparaissent sont alors plus symptomatiques de changements véritablement conjoncturels. Portées en temps utile à la connaissance des financeurs et des autorités de surveillance ses statistiques pourraient contribuer à la surveillance de la stabilité financière.

Avec les accords de Bâle II, la création d'agences de notation domestiques s'est développée. Ces organismes ont pris une importance nouvelle, le champ d'activité de certaines s'est récemment étendu pour accéder au statut d'agence externe (OEEC : Organisme Externe d'Evaluation de Crédit, Cf. annexe 4).

Les nouvelles agences externes établissent pour elles-mêmes, pour le régulateur, et parfois pour le public, des statistiques sur un champ qui approche l'ensemble des entreprises, (voir l'accès aux statistiques de la Banque de France en annexe 4). Celles-ci portent sur de très nombreuses entreprises et sont de nature à faire prendre du recul par rapport aux publications des trois grandes agences dont la population est étroite et les statistiques volatiles (annexe 5).

Les collectivités et les états souverains, notés par la COFACE vue leur importance cruciale dans le crédit à l'exportation, pourraient aussi bénéficier de cette comparaison entre agences. A condition bien sûr que les notes soient attribuées indépendamment. Il faut en effet tenir compte du fait que les agences et organismes notateurs se surveillent réciproquement et s'influencent mutuellement. Il est fréquent que, de par leur notoriété, les grandes agences fassent autorité. Pour monter en qualité, il faut rompre avec cette pratique.

⁵¹ De nombreux évaluateurs ne sont pas liés par des conflits d'intérêt car ils agissent pour leur propre compte. En effet, dès avant les accords de Bâle II certaines banques commerciales ont créés des modèles internes pour noter leur clientèle. Les assureurs de crédit (COFACE, Euler Hermès SFAC) font cette évaluation depuis longtemps pour exercer leur propre métier. La Banque de France, établissement public, agit dans le cadre de ses missions monétaires et prudentielles pour favoriser la stabilité financière.

⁵² Exemple de situation où l'évolution vers un conflit d'intérêt est à surveiller : La COFACE a annoncé son projet de « rendre disponible contre paiement ses notes sur 18 000 entreprises, pour lesquelles l'assureur de crédit français possède une exposition de risque substantielle chiffrée en tout à 150 milliards d'euros. Sur le seul territoire français Coface indique qu'il note les 2 000 plus grosses entreprises, cotées et non cotées. » Les Echos 22 juin 2009.

⁵³ En Europe le crédit bancaire représente environ 60% des ressources externes des entreprises, alors qu'aux Etats Unis il serait de l'ordre de 25%.

D'une façon générale, avec l'entrée de nouvelles agences le risque de mimétisme devrait être d'autant mieux surmonté que le champ d'observation sera plus vaste, et les statistiques seront plus systématiques. De plus avec des agences intéressées à évaluer d'autres risques⁵⁴ que les seuls risques de marché, les critères de notation se diversifieront et s'enrichiront car la vision à long terme de l'économie réelle se trouvera valorisée.

La confrontation des notes et des statistiques est de nature à remettre en cause l'oligopole des grandes agences internationales, elle favorisera une vue plus approfondie sur la réalité du risque. **La mutation souhaitable qu'elle introduirait, n'interviendra réellement que si les pouvoirs publics modifient leur jugement et portent un intérêt nouveau à ces autres organismes et à la qualité de leurs notes, sans a priori en faveur des grandes agences comme cela a été le cas ces dernières années.**

5.5. Vers une supervision des agences

L'idée d'un contrôle plus étroit des agences a beaucoup progressé ces derniers mois. Elle se décline en plusieurs propositions. Parmi elles on note : créer une liste d'agrément ; favoriser un contexte plus concurrentiel pour les agences ; instaurer une supervision à l'échelon européen ; pousser les investisseurs à contrôler eux-mêmes les risques ; contrôler la sophistication des produits

■ Liste d'agrément

En juillet 2008, pendant la présidence française de l'Union Européenne, l'Ecofin est parvenu à un accord politique. A l'unanimité, le Conseil s'est prononcé en faveur d'un **système d'agrément des agences auprès de l'Union Européenne**. Christine Lagarde, soutenue par l'Ecofin, a appelé à un certain « parallélisme » avec la procédure d'enregistrement déjà en vigueur aux Etats Unis. Par cette procédure d'enregistrement, créée en 2006, la SEC décerne le statut de NRSRO (Nationally Recognised Statistical Rating Organisation). De nouvelles règles de cette procédure ont été introduites en juin 2008 dans le but de parer aux conflits d'intérêt, de réduire la dépendance à la notation et de pousser les investisseurs à faire leurs propres évaluations.

Il est important de noter qu'un système d'agrément ne résout pas tout. D'une part le statut de NRSRO n'a pas empêché le développement de la crise aux USA. D'autre part, au moment de la création des produits structurés [14] une liste d'agrément d'agences autorisées à participer à la construction de ces produits a été créée, l'autorisation étant décernée par le ministère de l'économie et des finances. Ces agréments n'étaient pas associés à des procédures de contrôles et elles n'ont en rien contribué à éviter les risques de ces produits.

Il serait donc prudent d'approfondir le contenu des règles qui président à l'agrément, mais surtout il sera nécessaire d'une part de préciser le contrôle et suivi accru des agences, d'autre part d'insérer le dispositif dans un ensemble plus large de mesures appropriées qui ne concerne pas seulement les agences de notation, mais aussi entre autres les innovations financières et le fonctionnement des marchés.

⁵⁴ Risques sur les crédits bancaires, sur les impayés interentreprises, sur les exportations...

■ Supervision des agences

L'idée n'est pas nouvelle. A plusieurs reprises, les agences ont mal anticipé les crises, et causé de grandes difficultés de financement à certains Etats ou collectivités locales. Dès la fin des années 90, plusieurs économistes et observateurs appellent au contrôle des agences⁵⁵ sur le thème « Qui note les agences de notation ? ».

La situation actuelle repose sur le **code de bonne conduite** défini en 2004 au niveau international par l'OICV. Celui-ci a été révisé aux USA en 2006⁵⁶ instaurant un cadre juridique pour l'enregistrement au NRSRO, avec réglementation et contrôle. Adapté au niveau européen par le CESR⁵⁷ dont fait partie l'AMF pour la France, il donne lieu à un examen annuel des agences. Mais il ne s'agit ni d'agrément, ni de contrôle car le statut juridique du CESR l'empêche de procéder à l'inspection des agences de rating. Une nouvelle révision en mai 2008 intègre 19 propositions du FSF (Forum de Stabilité Financière).

Si, dans sa communication en mars 2006, la Commission Européenne a considéré que les codes de bonne conduite mis en place au niveau international suffisaient à garantir un minimum de transparence, il n'en est plus de même en août 2007 où l'exécutif européen accuse les agences d'avoir tardé à lancer l'alerte sur la crise des *subprimes*. Dès lors la Commission travaille avec de nombreux experts et organise une vaste consultation en juillet 2008. Le 12 novembre 2008⁵⁸ elle adopte une proposition de règlement fondée sur le code de bonne conduite révisé de l'OICV, les recommandations du CERVM et de l'ESME⁵⁹, et des normes supplémentaires jugées essentielles.

L'état d'esprit des autorités européennes change : l'autorégulation est jugée insuffisante et une proposition de règlement prend forme

Le document de travail du 12/11/2008, émanant des services de la Commission, affirme que l'autorégulation fondée sur le code de bonne conduite, du fait qu'il est non contraignant, n'est pas satisfaisant. La commission considère que toute solution trop souple ne pourrait fournir de résultat à la hauteur des objectifs. En conséquence elle préconise l'adoption d'un acte législatif, car seul un tel acte est capable de garantir l'égalité des conditions de concurrence pour toutes les agences opérant dans la Communauté. L'autorégulation comporte en effet le risque d'une mosaïque juridique de 27 régimes juridiques différents.

Le 23 avril, en harmonie avec les orientations du G20 de Londres, le Parlement européen et le Conseil approuvent la proposition de la Commission de règlement sur les agences de notation.

⁵⁵ Ann Monroe « Rating the rating agencies » Treasury and Risk Management, juillet 1995, département de la justice des Etats Unis ;

.Wheatcroft : « Don't give raters too much credit » The Time, 5 avril 2001;

Jean-Paul Pollin ; Patrick Artus ; Nicolas Véron 2005, 2009 [21].

⁵⁶ US Credit Rating Agency Reform Act de 2006 entré en vigueur le 27 juin 2007.

⁵⁷ CESR : Committee of European Securities Regulators (traduit en français par CERVM Comité Européen des Régulateurs des Valeurs Mobilières). Créé en juin 2001, C'est un groupe consultatif indépendant près la Commission Européenne, composé de représentants des autorités nationales chargées de la surveillance des marchés des valeurs mobilières de l'Union Européenne (régulateurs).

⁵⁸ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_fr.htm

⁵⁹ Groupe d'experts européens des marchés des valeurs mobilières, organe consultatif près la Commission Européenne, instituée en avril 2006.

Un agrément est instauré

« Toutes les agences de notation qui souhaitent que leurs notations soient utilisées dans l'UE devront demander leur inscription. Les candidatures seront soumises au CERVM (CESR en anglais) et feront l'objet d'une décision collégiale des régulateurs concernés. Le collège des régulateurs participera par ailleurs à la surveillance au quotidien des agences de notation. ».

« Un traitement spécifique, mais suffisamment rigoureux, est envisagé et pourra être étendu au cas par cas aux agences de notation opérant exclusivement à partir de juridictions non européennes, pour autant que leur pays d'origine ait instauré des cadres de réglementation et de surveillance aussi rigoureux que celui mis en place par l'UE. »

Ainsi les régulateurs nationaux exerceront dans un cadre commun avant que le CESR constitue à terme le seul point d'entrée pour l'enregistrement et la supervision des agences. Parallèlement le cas envisagé des agences hors Europe offre aux trois grandes agences américaines la possibilité d'être inscrites.

La surveillance des agences est règlementée et permet leur contrôle

Les règles strictes ayant un caractère juridiquement contraignant doivent « garantir que les notations ne sont pas influencées par des conflits d'intérêt. (...) La proposition prévoit un système de surveillance efficace au titre duquel les autorités européennes compétentes surveilleront les agences ». Les principales règles sont présentées dans l'encadré 4.

Le projet doit se concrétiser en une proposition législative de la Commission d'ici le 1^{er} juillet 2010 pour créer un superviseur européen unique.

La responsabilité des agences dans l'arrivée et le développement de la crise est clairement énoncée

Les « agences ont contribué significativement aux problèmes que connaissent actuellement les marchés financiers. Elles ont clairement sous-estimé la probabilité que les émetteurs de certains instruments financiers complexes ne puissent pas honorer leurs dettes. Etant donné qu'elles ont accordé les meilleures notes possibles à une grande partie de ces instruments complexes, les investisseurs inexpérimentés se sont sentis encouragés à les acheter, sans toutefois évaluer correctement les risques. En outre les agences de notation ont tardé à refléter la détérioration du marché dans leurs notes. »

La proposition de règlement s'insère dans un cadre plus général

« Elle (la proposition) s'ajoute à d'autres propositions concernant notamment Solvabilité 2, la directive *fonds propres*, les systèmes de garantie des dépôts et les normes comptables ».

Encadré 4 : Proposition de règlement

Principales règles auxquelles devront satisfaire les agences de notation

Source : Commission Européenne Document IP/09/629 23 avril 2009

- les agences de notation ne peuvent pas fournir de services de conseil ;
- elles ne peuvent pas noter les instruments financiers si elles ne disposent pas d'informations de qualité en quantité suffisante sur lesquelles fonder leur notation ;
- elles rendent publics les modèles, les méthodes et les principales hypothèses sur lesquelles elles fondent leurs notations ;
- elles doivent différencier les notations des produits complexes en ajoutant un symbole spécifique ;
- elles publient un rapport de transparence annuel ;
- elles mettent en place un système de contrôle interne de la qualité de leurs notations ;
- leur conseil d'administration ou de surveillance doit compter au moins trois membres indépendants dont la rémunération ne peut pas être subordonnée aux performances économiques de l'agence. Ces membres sont nommés pour un seul mandat maximal de cinq ans. Ils ne peuvent être révoqués qu'en cas de faute professionnelle. L'un d'entre eux au moins doit être un spécialiste de la titrisation et du crédit structuré.

Des imprécisions subsistent, et des points critiques doivent être traités

La proposition de règlement telle qu'elle apparaît actuellement (texte de la Commission daté du 12 novembre 2008 COM(2008) 704 final) est très intéressante. Elle traduit un changement d'orientation important. Elle vise à remédier à beaucoup des critiques que nous avons énoncées jusqu'ici. Mais c'est sa mise en œuvre qui révélera s'il y a volonté ferme de contrôler les agences.

Plusieurs points restent à préciser. Comment l'organe de supervision unique va-t-il être mis en place. Quelle sera sa structure de fonctionnement ? Quelles seront ses relations avec les superviseurs nationaux ? Comment sera préservé le droit de la défense si les agences contestent le superviseur ? Quel dispositif mettre en place pour décider et appliquer les sanctions ?

La supervision sera un exercice difficile. Au-delà du contrôle administratif et juridique, il s'agit d'un véritable travail de chercheur. Des sorties statistiques détaillées, lisibles, permettant comparaisons et examens critiques constituent un enjeu important de la qualité du contrôle. Les contrôleurs doivent être indépendants, expérimentés, spécialistes du risque et de son analyse statistique. Ils doivent être rompus aux exercices de prévision et de tests de résistance (*stress tests*) tout en sachant en apprécier les limites. Ils doivent avoir une compréhension profonde des mécanismes financiers et savoir anticiper leurs risques. Ils doivent disposer d'une vision macroéconomique des facteurs influents et pouvoir en estimer les conséquences. Des travaux de recherche comme ceux de Blockvitz et Hohl (Cf. [6], [7]) sont des exemples en la matière.

Dans ce contexte, il paraît difficile de se passer d'une base de référence avec des notes établies par une entité publique indépendante. Il ne s'agirait pas d'instituer un monopole mais de constituer d'une part une référence nécessaire pour une vision critique sur les performances des agences, d'autre part de disposer d'informations méso et macroéconomiques indispensables à la surveillance du risque, et enfin d'entretenir un creuset de spécialistes

capables d'une évaluation des entreprises et de produits susceptibles de renforcer les troupes du superviseur des agences (Cf. § 5.6 où ces idées sont développées).

■ Créer un contexte plus concurrentiel

Les membres d'Ecofin ont aussi appelé à une **concurrence renforcée par l'arrivée de nouveaux acteurs sur le marché de la notation**. Actuellement un certain nombre d'acteurs existent sur le terrain dont le rôle pourrait être étendu.

Ainsi en France, la COFACE suit de près le processus en cours et note avec satisfaction des avancées importantes tout en signalant des imperfections⁶⁰. Elle confirme son intention de solliciter son agrément comme agence de notation selon ce nouveau dispositif.

Dans le renforcement de la concurrence une agence publique européenne aurait son rôle à jouer car l'amélioration du regard critique des autorités de régulation et des acteurs des marchés financiers pourrait en être dynamisée.

■ Pousser les investisseurs à un travail d'évaluation

Ce souhait, que l'on peut lire un peu partout, est extrêmement vague. Il a l'avantage de remettre en cause l'autorité de l'opinion des agences. Mais comment peut-il être suivi techniquement ?

La Commission Européenne constate que « nombre d'investisseurs se fient aux agences de notation, parce qu'ils ne disposent pas de l'expertise et/ou des ressources nécessaires (en termes de temps et d'argent) pour procéder à leur propre analyse du risque de crédit ». Certaines instances appellent à revoir le régime juridique d'appel public à l'épargne pour protéger les petits épargnants non avertis.

Comment différencier investisseurs expérimentés et non expérimentés ? Ceux que l'on peut supposer être expérimentés vont-ils avoir les moyens d'exercer leur expertise ? Ils risquent de manquer de base de données, d'informations détaillées, de connaissances historico-technico-politiques. L'importance des effectifs employés par les agences montre l'importance des ressources à mettre en œuvre (alors même que certains les considèrent comme insuffisants !). Dans ces conditions, les pouvoirs publics ne doivent-ils pas eux aussi fournir des appréciations ou des notes indépendantes pouvant servir de référence, car eux seuls ont des moyens suffisants.

Concernant les grands investisseurs, ils devraient agir en connaissance de cause. Par exemple, la City de Londres est un lieu où les masses d'argent impliquées imposent d'avoir les meilleurs spécialistes du risque et de l'évaluation financière. Ceux-ci ne pouvaient ignorer, même avant l'éclatement de la bulle, la situation réelle et les risques croissants. S'ils ont fait confiance aux agences, cela fait probablement partie d'un jeu : inutile d'inquiéter les marchés, et tant qu'on peut gagner sur les mises considérables, c'est bon à prendre. Ce fonctionnement implicite du consensus de marché renforce le mimétisme. Ce choix conscient des grands acteurs de marché contamine les investisseurs moins avertis et le jeu continue. Ce

⁶⁰ CFO-news 29/04/2009 : La COFACE constate que l'agrément est global et ne distingue pas les activités alors qu'une agence pourrait par exemple être performante sur la notation des émissions des entreprises, mais déplorable sur les produits structurés ; le contrôle de la fiabilité des notations catégorie par catégorie devrait être essentiel ; un contrôle externe de qualité devrait être constitué.

laisser-faire a pu également influencer les régulateurs pourtant avertis des dangers. En conséquence, seules des règles contraignantes pourront moraliser le fonctionnement des marchés et prévenir plus efficacement le risque.

Mais c'est d'abord à une véritable réorientation de leurs objectifs que les grands investisseurs devraient procéder. La logique des marchés les ont poussés dans une vision à court terme souvent contradictoire avec leur mission. C'est notamment le cas pour les fonds de pension qui doivent assurer à leurs mandants des retraites dans le futur et à long terme. Ils doivent donc effectuer une reconversion vers des estimations à long terme de leurs investissements et ne doivent s'attacher aux fluctuations à court terme des marchés que pour lisser leurs résultats et assurer leur liquidité pour honorer les retraites à bonne date.

■ **Contrôler la sophistication des produits**

Enfin le cadre économique et financier dans lequel s'exercent les activités des agences doit être revu. Les innovations continues rendent l'évaluation très difficile, elles sont souvent un instrument de contournement de la législation qui n'arrive pas à s'adapter. Des limites doivent être posées pour qu'un contrôle des risques puisse être effectif. Ceci relève d'un travail d'experts préoccupés de la stabilité financière et du maintien de la liquidité.

5.6. Vers des agences publiques ?

Le débat sur l'utilité d'une agence publique n'est pas nouveau. Des pratiques d'évaluation des entreprises par une entité publique existent et ont existé.

Fin des années 80, début des années 90, on assiste à la libéralisation des marchés de capitaux en Europe et à la création d'agences dont certaines à capitaux publics ou semi publics. Néanmoins, elles seront en quelques années privatisées, et de nationales elles deviendront à vocation européenne voire internationale.

Ainsi, en France en décembre 1985, la libéralisation des conditions d'accès aux marchés obligataires a donné lieu au développement des émissions de faible montant. Après sa création, le marché des billets de trésorerie a été de plus en plus utilisé par des entreprises de taille moyenne très disparates. Dans ce contexte le besoin de notation s'est fait de plus en plus sentir et le premier organisme français de notation des titres financiers est créé en 1986 : l'ADEF (Agence D'Evaluation Financière) dont le capital est constitué à 15% par le Crédit National, 10% par DAFSA, 2,5% par la Caisse de Retraite du BTP, et 72,5% par des compagnies d'assurance, c'est-à-dire majoritairement par des établissements publics ou semi publics. L'ADEF s'intéresse essentiellement au marché domestique, ses méthodes d'évaluation imprégnées de culture économique et financière nationale constituant un atout au regard de nombre de financiers (Cf. [9]).

Néanmoins, en 1990, la moitié du capital est vendu à S&P afin de constituer une structure plus importante sur le marché français face à Moody's France, et de profiter de la notoriété de S&P pour se situer sur le marché international : Standard & Poor's – ADEF est créé. L'attachement de certains investisseurs au marché français et aux méthodes nationales a entraîné le maintien des deux échelles respectives de S&P et de l'ADEF.

Cependant l'extension des marchés financiers, encouragée par les dispositions de la COB⁶¹ (1990, 1991), a intensifié le besoin d'échelle de notation commune à travers le monde.

Par ailleurs, en juin 1990, l'agence Euronotation France SA est née pour contrer le quasi monopole des agences américaines en France. En 1992 elle s'allie à l'agence britannique IBCA (International Banking Credit Analysis) spécialiste en notation de banques pour créer une structure d'envergure européenne. Cette structure sera plus tard intégrée dans l'agence de notation Fitch (Cf annexe 1).

Actuellement, la direction des entreprises de la Banque de France exerce une mission de service public. Elle note les entreprises afin de contribuer à la stabilité financière (Cf. problèmes de liquidité bancaire et les difficultés d'accès au crédit pour entreprises, son rôle dans le refinancement des banques sur créances privées s'est amplifié, et son avis intervient dans les missions de médiation de crédit. Les notes diffusées aux banques ne sont par contre pas publiques.

Dans la crise actuelle divers projets sont formulés, les idées fusent.

Pendant la présidence française de l'UE (juin-décembre 2008) émerge l'idée de créer une nouvelle agence strictement européenne, financée en partie par des capitaux publics.

Cependant pour la qualité de l'évaluation il est actuellement nécessaire d'opérer dans un cadre national (réalités économiques et juridiques différentes, plans comptables nationaux spécifiques, connaissance du terrain). Pour harmoniser les niveaux nationaux d'évaluation, une collaboration entre experts européens est alors nécessaire. Une structure européenne existe où une réflexion commune, basée sur l'expérience pratique, se développe depuis plusieurs années : le WGRA⁶² au sein du Comité Européen des Centrales de Bilans où participent plusieurs banques centrales nationales. Cet organisme, très au fait des spécificités nationales européennes, pourrait être à même de rapprocher les analyses au niveau européen et s'orienter à terme vers une expertise internationale à condition qu'on lui en donne les moyens.

La création d'une agence de notation publique nationale a été proposée en France par le député Jacques Myard⁶³. Son projet vise à confier cette mission à la Banque de France. Il argue de l'existence depuis octobre 1982 du fichier FIBEN, de l'expertise ainsi acquise et du statut d'OEEC obtenu en juin 2006. Il souhaite étendre la notation aux banques et compagnies d'assurance.

Un tel projet disposera-t-il de moyens suffisants ?

Concernant les entreprises l'expérience de la Banque de France a fait ses preuves. Les fichiers fiables en contrôle constant sont en place. Les experts exercent leurs analyses dans un réseau territorial qui ajoute à l'information financière une information qualitative sur le lieu d'activité. Des contrôles internes de qualité et de conformité combattent avec rigueur les conflits d'intérêt qui pourraient naître avec les chefs d'entreprises. Des statistiques annuelles et des études permettent des autocontrôles et alimentent la réflexion des experts et des chercheurs.

⁶¹ COB : Commission des Opérations de Bourse. Cet organisme a été ultérieurement transformé en l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) Cf. ci-dessous.

⁶² Working Group on Risk Assessment

⁶³ Le lien <http://recherche2.assemblee-nationale.fr/resultats.jsp> est un point d'entrée.

Concernant les banques et les compagnies d'assurance les expertises sont réalisées par la Commission Bancaire (CB) et par l'Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles⁶⁴ (ACAM).

L'expertise existe donc. Mais la construction d'une agence de notation publique devrait résoudre deux difficultés : d'une part un tel projet suppose la publication des notes, cela supposerait un changement de culture sur le secret et le recours à un nouveau cadre législatif ; d'autre part, la CB et la ACAM étant des organismes de supervision il pourrait y avoir contradiction entre les missions de contrôleur et les missions de notateurs.

Hormis la question législative, un tel projet nécessiterait la volonté de maintenir et de développer les moyens consacrés à cette activité afin d'en assumer pleinement la responsabilité. Cela a un coût. Celui-ci est important, mais sans doute bien faible comparé aux sommes consacrées au sauvetage des banques et de l'économie, sans compter le coût humain lié à la crise.

■ Quelques critiques

L'idée de création d'une agence d'« utilité publique » est peu débattue. Toutefois elle suscite un autre type de critiques. Selon certains, le mode de financement pourrait avoir des effets pervers :

- faire financer cette agence par le contribuable aurait l'inconvénient selon Vickie Tillman⁶⁵ d'une moindre capacité à innover de la part de l'administration ; autre inconvénient selon lui : la persistance d'un conflit d'intérêt dans certains cas où la puissance publique pourrait avoir un intérêt économique voire politique à modifier certaines notes ;
- faire financer cette agence par des taxes sur les marchés financiers, aurait l'inconvénient selon Henry Sterdyniak⁶⁶ de ne pas maintenir l'indépendance des marchés vis-à-vis des gouvernements : « Créer un service public financier est dangereux car l'Etat aura trop de pouvoirs sur le marché financier ».

L'argument sur l'innovation est peu recevable car on a souffert de trop d'innovation. Cela a même été au cœur des catastrophes récentes. Les pouvoirs publics ayant pour préoccupation première la stabilité financière il est plus que souhaitable de ne pas faire de l'innovation un but systématique. Par contre la réhabilitation de l'objectif de long terme serait facilitée.

La persistance de conflits d'intérêt est certes négative, mais les agences de rating ont aussi donné leur faveur à des objectifs politiques dans leurs notations des Etats et des collectivités locales, voire des entreprises ; à la seule différence qu'elles ont systématiquement soutenu les politiques néolibérales, alors qu'une agence publique pourrait être sensible à d'autres orientations d'intérêt général.

⁶⁴ La loi de sécurité financière de 2003 a créé l'AMF par fusion de la COB (Commission des Opérations de Bourse), de la CMF (Conseil des Marchés Financiers) et de la CDCF (Conseil de Discipline de la Gestion Financière), et l'ACAM par fusion de la CCA (Commission de Contrôle des Assurances) et de la CCM (Commission de Contrôle des Mutuelles).

⁶⁵ Executive vice president de *rating* Services Standard & Poor's, 7 juillet 2008.

⁶⁶ OFCE

En fait **il ne s'agit pas de remplacer un oligopole par un autre**, grandes agences américaines contre agences publiques, mais de faire coexister agences privées et organismes publics. Le fait que leurs objectifs diffèrent n'est pas un inconvénient, car les investisseurs pourraient en tirer parti, et y voir plus clair sur leurs rendements futurs. Quant aux petits épargnants qui souhaitent le plus souvent réaliser des placements de « père de famille », ils pourraient être mieux informés sur la valeur à long terme.

L'activité d'agence publique n'est pas le seul enjeu. Il s'agit aussi et surtout de disposer des moyens nécessaires (forcément importants) et d'une méthodologie rigoureuse pour servir de cadre déontologique, et fournir des cadrages méso et macroéconomiques. Un tel organisme, sans être une agence comme les autres avec une politique commerciale, pourrait fournir une référence et pousser à relever la qualité de la concurrence. Elle pourrait enrichir l'information des autorités de surveillance et contribuer à une approche systémique. Son rôle pourrait devenir essentiel pour les collectivités publiques, les investisseurs, les agences de notation elles-mêmes, et les chercheurs. Enfin elle pourrait servir de vivier de compétences pour les régulateurs.

Néanmoins, le cadre national est trop restreint pour de nombreuses transactions et une vision globale est nécessaire. Il faut aller vers une convergence comptable, évaluer les cycles aux niveaux national et international et développer les analyses transnationales. Une instance à même de centraliser mondialement la surveillance des marchés de dettes est un enjeu considérable pour la stabilité financière. Un tel observatoire pourrait servir de référent. Il serait une sorte d'usine à centraliser des données, et à regrouper et confronter des statistiques de risque émanant des diverses sources dont les agences. Il élaborerait des statistiques et fournirait des ventilations par secteur d'activité ou thèmes de préoccupation, observerait non seulement des encours mais aussi des flux. Une première étape pour ce regroupement pourrait être l'harmonisation européenne, enrichie de la surveillance des très grosses transactions internationales.

Cet instrument de supervision devrait mobiliser des compétences de très haut niveau, rémunérées en conséquence pour éviter les fuites vers le privé des personnels hautement qualifiés. Le coût d'un tel dispositif pourrait être financé par les acteurs de marché (banques, investisseurs, agences...). Elle s'inscrirait en continuité avec les recommandations du G20 dont l'impulsion politique doit mener à des concrétisations effectives.

5.7. Vers une vraie transparence

Comme il a été dit à plusieurs reprises, la transparence doit être située là où elle mérite de l'être, là où l'apport sur la qualité de l'information sera réel. Ainsi seront établies les conditions pour que la note soit véritablement un bien public.

La première exigence vise les **mesures de performance**⁶⁷ qui doivent être portées à la connaissance du public et ne pas restées cantonnées à la frange des initiés qu'ils soient acteurs de marché ou adhérents à des souscriptions coûteuses ou superviseurs.

⁶⁷ Les plus importantes mesures sont entre autres

- Par note les séries temporelles des taux de défaut des populations notés en fonction de la date de notation et à plusieurs horizons. Ces mesures doivent permettre l'estimation de la volatilité, de l'homogénéité des classes de risque et de la différenciation entre les classes de risque.
- Les matrices de transitions
- Les courbes ROC et pas seulement l'indice.

Toutes ces statistiques doivent pouvoir être détaillées par sous population d'entreprises, ou sous ensemble de produits, à la demande des superviseurs et des acteurs économiques concernés.

Ces statistiques devront être construites sous une forme compréhensible, interprétable. Même avec des échelles différenciées par produit, elles devront être cohérentes pour être facilement comparées entre agences, entre marchés, entre type de produits. Les méthodes de construction de ces statistiques devront être explicitées et les résultats commentés.

La seconde exigence porte sur les **modèles mathématiques** utilisés. Ils doivent faire l'objet de présentations entièrement détaillées à l'adresse des superviseurs, mais aussi du public au sein duquel les spécialistes indépendants joueront leur rôle : universitaires et chercheurs (dans le public ou le privé) devraient en effet être susceptibles de mettre leurs connaissances au service de l'intérêt général.

En troisième lieu, les méthodes d'expertise financière doivent aussi être explicitées, mais en ce domaine la généralité ne relate pas ce qu'est l'application dans tel ou tel cas particulier. Leur exposé est donc moins éclairant que les mesures de performance et l'explicitation des modèles.

L'organisme superviseur devrait être le commanditaire de ces présentations coordonnées permettant de statuer sur l'exigence de qualité. Il aura tout à gagner à prendre également les conseils de spécialistes extérieurs.

L'accès à ces informations par le grand public, donc plus particulièrement les personnes intéressées par ce sujet (investisseurs, chercheurs, économistes, patrons, actionnaires, conseils d'administration, conseils de surveillance, syndicats, audits, comités d'entreprises) n'enlèverait rien au rôle du superviseur, affinerait le niveau de compréhension du métier de notateur donc de la fiabilité de la note, et rehausserait l'efficacité de la concurrence.

La publication des notes individuellement par entreprise ou produit est peut-être un sujet plus complexe. Toutefois l'appel public à l'épargne doit s'appuyer sur une ou plusieurs notes publiques, accompagnées de commentaires, régulièrement suivies et éventuellement révisées. Il est clair que meilleur sera la compréhension des méthodes et de la qualité des notations, plus judicieux seront les choix des épargnants.

Les marchés financiers devraient tous être règlementés et surveillés. L'information sur ces marchés devrait être rassemblée et diffusée aux acteurs directement ou indirectement impactés.

Les entreprises, qu'elles émettent des obligations ou des billets de trésorerie, qu'elles titrisent des créances ou investissent sur les marchés financiers, devraient mieux informer les partenaires concernés : les actionnaires et leurs instances ; les salariés via les commissions financières des CE et les comités d'audit. Les notes des agences et commentaires font partie de cette information.

Dans la reconquête de la confiance, les agences de notation, anciennes ou nouvelles, ont tout à gagner à rendre publique l'information.

CONCLUSION

Au terme de cet examen de l'histoire des grandes agences de rating, de leur évolution récente et du débat les concernant, les constats suivants s'imposent :

Elles ont effectué un tournant au cours des années 70 aux Etats Unis, et des années 80 en Europe, avec l'installation du néolibéralisme. Elles sont devenues un des instruments de la diffusion de cette pensée et de sa mise en pratique. Evaluateurs de la santé financière des émetteurs, leur rôle d'informateurs des marchés financiers a muté vers l'innovation de produits financiers, instruments de spéculation à court terme. Elles ont ainsi contribué au développement considérable de ces marchés engendrant une explosion de leurs revenus. A cette époque leur rémunération a été transférée des investisseurs vers les émetteurs, entraînant des conflits d'intérêt nuisibles à la vérité des notes.

Dans la succession des crises, celle que nous vivons aujourd'hui est la plus grave depuis 1929 (pour une présentation de la crise Cf. Michel Fried [13]). Par la construction de produits structurés risqués et manifestement surévalués, les agences de notation ont orienté les portefeuilles des investisseurs vers des produits que la hausse des taux d'intérêt et l'effondrement du marché immobilier ont fragilisés. Par leur manque d'anticipation, suivi de décotes brutales et massives elles ont provoqué l'effolement des marchés et entraîné une crise de liquidité bancaire sans précédent. Leur responsabilité dans la diffusion des risques et l'aggravation de la crise est aujourd'hui reconnue par de nombreux acteurs et par les autorités régulatrices (AMF [2], Banque de France [3], CRT Joint Forum⁶⁸ [12], Commission Européenne [11], Rapport de Larosière [22], SEC⁶⁹, BIS - CGFS [24]).

A la vue de comportements et d'innovations de plus en plus risqués, les régulateurs ont créé des organismes de surveillance et révisé certaines réglementations à partir de 2001 (OICV, CERVM). Quelques réformes sont intervenues, mais sans caractère contraignant : le code de bonne conduite en 2004, le *Credit Rating Reform Act* en 2006. Ceci n'a en rien modifié le comportement des agences dont les revenus prospéraient à un rythme accéléré. Il a fallu une crise d'ampleur sans précédent pour qu'un réel changement d'opinion intervienne et qu'une réflexion sur les contrôles à mener s'amorce en 2007. Celle-ci aboutit à une proposition réformatrice en 2008 qui recueille l'unanimité des régulateurs en 2009 mais qui ne se concrétisera vraiment dans la législation qu'en 2010, voire 2011. Ce projet européen est en harmonie avec les déclarations finales du G20 de Londres le 2 avril 2009 qui en particulier exprime la volonté d' « étendre la surveillance de la régulation et l'enregistrement aux agences d'évaluation du crédit ».

La proposition de la Commission Européenne d'un règlement des agences de notation indique bien dans la lettre un changement d'orientation, mais celui-ci nécessite de donner un contenu concret à l'exigence de transparence, assortie de moyens pour un contrôle efficace et de sanctions contraignantes adaptées à la dimension du risque. Des moyens humains, dotés de compétences financières et statistiques, et d'une déontologie exigeante allant au-delà des mots, devront être développés.

⁶⁸ Forum tripartite, organe de coordination des superviseurs du secteur financier entre IOSCO (sigle anglais de l'OICV), le Comité de Bâle, et l'IAIS (sigle anglais organisme international de supervision des assurances AICA), domicilié au BIS. On peut trouver son rapport sur le site de la Banque de France.

⁶⁹ Cf. Kathleen Cassay, Les Echos du 8/12/2008.

La responsabilité des agences, généralement reconnue par les régulateurs et des acteurs de terrain, ne doit pas masquer la dangerosité de l'objet sur lequel s'exerce leur activité : les marchés financiers et l'innovation financière débridée dont la complexité a échappé à tout contrôle. Si le rôle des agences a été déterminant dans ces innovations trop opaques et mal évaluées, elles n'ont fait qu'exercer leur activité dans l'espace qui leur a été offert. Concentrer les réformes sur les seules agences de notation masquerait la nécessité de réformes dans le cadre plus large de l'économie financière et du contrôle des risques, comme l'ont énoncé Michel Castel et Dominique Plihon⁷⁰.

La réforme concernant les agences ne saurait à elle seule suffire. Liste d'agrément et supervision n'auront d'efficacité que si, comme le dit Michel Aglietta⁷¹, un changement radical de doctrine s'opère, privilégiant la logique de long terme au détriment du courttermisme actuel. Les enjeux sont considérables et les moyens de les atteindre relèvent d'une conception d'ensemble de l'économie. Pour cet économiste, il faut « renforcer le pouvoir de régulation contracyclique des banques centrales, en leur fixant désormais la stabilité financière comme objectif – et non seulement de la stabilité des prix-, en élargissant leur rôle de supervision aux banques d'investissement et aux fonds spéculatifs qui ont une importance systémique ». (... Afin d') « éviter le dérapage du crédit dans la phase euphorique du cycle financier. (...) les banques centrales devraient pouvoir imposer à l'ensemble du système bancaire des provisions en capital fonction du rythme du crédit.(...) Revenir à une titrisation des crédits standardisée et contrôlée – en interdisant notamment la titrisation à étages – créer des chambres de compensation pour diminuer les montants de risque transférés ».

Dans une économie financière mieux contrôlée, et revenue à sa mission fondamentale de financement de l'économie réelle, les agences de notation, qu'elles soient nouvelles ou créées de longue date, devraient fournir une information dont la nature est celle d'un bien public dans la mesure où elle concourt à une bonne allocation des ressources et à la stabilité financière. Cela ne pourra s'opérer qu'au prix de réformes fondamentales.

⁷⁰ « Rudes leçons de la crise financière » dans Le Monde du 1^{er} février 2008, et [23]

⁷¹ Les Echos du 2 avril 2009, [1], [25].

Bibliographie

- [1] M. Aglietta, S. Rigot : « *Crise et rénovation de la finance* », éditions Odile Jacob, 2009.
- [2] AMF, Autorité des Marchés Financiers, « *Rapport 2008 de l'A. M. F. sur les agences de notation* », janvier 2009
- [3] Banque de France, « *La crise financière* », Documents et débats n°2, février 2009.
- [4] Basel Committee on Banking Supervision: « *International Convergence of Capital measurement and Capital Standards* », juin 2004.
- [5] Basel Committee on Banking Supervision: “*Quantitative Impact Study 3 Technical Guidance*”, octobre 2002.
- [6] S. Blockvitz, C. S. Wehn, S. Hohl : « *Reconsidering Ratings* », *Wilmott magazine*, 2007
- [7] S. Blockvitz, A. Hamerle, S. Hohl, R. Rahnmeir : “*Myth and Reality of Discriminatory Power for Rating Systems*”, *Wilmott magazine*, 2007
- [8] S. Blockvitz, S. Hohl : « *Reconciling Ratings* », *Risk magazine*, 14 (6), juin 2001.
- [9] F. Bouguerra-Gentile: “ *Les différents organismes de notation implantés en France : leurs échelles de classement, procédures et critères d'évaluation*”, *Revue du Financier* n°92, 1993.
- [10] J. Cazes : « *Notation : comment rétablir la confiance ?* », dans *La Lettre de l'AFGE*, n°20 décembre 2008 - janvier 2009.
- [11] Commission Européenne, « *Proposition de règlement du Parlement Européen et du Conseil sur les agences de notation* », 12 novembre 2008.
- [12] CRT rapport du Joint Forum – Banque de France – juillet 2008.
- [13] M. Fried : « *De la crise des subprimes à la crise financière* », Cahier Lasaire n°35, avril 2008.
- [14] T. Garnier, C. Jaffeux : « *La Titrisation, aspects juridique et financier* », *Economica* 2004
- [15] F. Lordon : “*Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financiers*”, éditions Raison d'agir, 2008.
- [16] Matapli, Revue de la Société de Mathématiques Appliquées et Industrielles, « *Faut-il avoir peur des mathématiques financières ?* », n°87, novembre 2008.
- [17] J. C. Rochet : « *Conflicts of interest and reputation of rating agencies* », intervention au *colloque 2008 du Conseil scientifique de l'AMF*.
- [18] T. J. Sinclair: “*The New Masters of Capital : American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*”, Cornell University Press, 2005
- [19] A. Tiomo : « *Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations* », Cahiers Etudes et Recherches de l'Observatoire des Entreprises, Banque de France, 2003
- [20] *Variances*, Revue des anciens élèves de l'ENSAE, dossier « *Les agences de notation* », n°32, décembre 2007, Pages 15-39
- [21] N. Véron: “ *Rating agencies: an information privilege whose time has passed* ”, Bruegel Policy contribution, janvier 2009, *Briefing paper for the European Parliament's ECON Committee*.
- [22] Rapport Jacques de Larosière : “*The high level group on financial Supervision in the EU*”, Bruxelles février 2009.
- [23] Michel Castel et Dominique Plihon : « *Propositions pour une prévention renforcée des risques systémiques* », *Rapport Moral sur l'Argent dans le monde – 2008*.
- [24] Committee on Global Financial System: « *Rating in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?* », Bank of International Settlements, CGFS Papers n°32, july 2008.
- [25] Conseil d'Analyse Economique : Rapport “*La crise des subprimes*” par P.Artus, J-P Betbèze, Ch.de Boissieu, G. Cappelle-Blancard, La Documentation Française, 2008.

Autres publications récentes sur le sujet

- [26] Amadou N.R. Sy: « *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*”, IMF Working Paper, june 2009.
- [27] “*Les agences de notation: évolutions et questions stratégiques*”, bulletin mensuel de la BCE, mai 2009.

ANNEXES

ANNEXE 1 : Historique de quelques agences de rating

ANNEXE 2 : Schémas des processus de notation avec possibilité d'appel

ANNEXE 3 : Fluctuations statistiques des performances des grandes agences de notation internationales

ANNEXE 4 : Organismes ayant obtenu le statut d'OEEC en France

ANNEXE 5 : Placements financiers en France en 2008

ANNEXE 1 : Historique de quelques agences de rating

Sources : les sites des agences, le rapport de l'AMF 2008, bibliographie [18] et [20]

Aux Etats-Unis dans la deuxième moitié du XIX ème siècle le besoin d'information sur les entreprises et leurs activités économiques se fait sentir.

En 1860 Henry Poor publie pour la première fois « History of Railroads and Canals in the United States », précurseur des rapports actuels. En 1880 celui-ci a 5000 souscripteurs. De son coté John Moody constate le manque de données sur les industries émergentes, la plupart des titres étant achetés plus sur la confiance que sur la connaissance. En conséquence, en 1900, il publie le Manuel des statistiques industrielles et fonde « the Standard Statistics Bureau ». En 1916 le Standard Statistics commence à noter quelques obligations d'entreprises, puis peu après des dettes souveraines.

Ensuite ces activités et publications se développent avec différents mouvements de capitaux entre ces organismes où interviennent également les noms de Roy Porter, Roger Babson, James Black.

Après sa banqueroute dans les années 30, Poor's est refinancé par Paul Babson.

En 1940, les premières notations de municipalités sont introduites.

En 1941, fusion de Poor's Publishing Company et Standard Statistics Company.

En 1966, McGraw-Hill achète Standard and Poor's Corporation.

En 1913, John Moody's fonde Moody's Investment Service.

En 1962, the Dun & Bradstreet Corporation achète Moody's Investors Service.

En 1998, Dun & Bradstreet revend Moody's. Moody's Investors Service devient une filiale de NYSE - listed Moody's Corporation.

L'activité de Standard & Poor's Corporation

D'après le rapport de l'AMF 2008, Standard & Poor's est spécialiste de notation de crédit et fournit des bases de données.

Dans le monde cette agence emploie 8 500 personnes dont 1 422 analystes, et note 280 000 entités dans une centaine de pays. Le chiffre d'affaires atteint 2,4 milliards \$ en 2006 et 3 milliards en 2007 dont 75% venant du segment *Credit Market Service* .

Hors des USA l'activité est exercée au sein de filiales reflétant les différentes réglementations et législations. En France il s'agit de *The McGrawHill Company SA*.

En 2007, 1 000 salariés travaillent en Europe dont 535 sont rattachés à S&P Ratings Services (325 à Londres, 70 à Paris). 3 646 nouveaux produits ont été notés dont 3 002 produits structurés, 115 entreprises, 3 collectivités locales.

L'activité de Moody's Investors Service

En 2007, cette agence emploie environ 2 500 personnes dans le monde dont 1 300 analystes. Elle a des bureaux dans 22 pays et 210 000 entités sont notées. Le chiffre d'affaires 2006 est d'environ 200 millions \$ (après 600 millions \$ en 2000)

En Europe 2 079 nouveaux produits ont été notés en 2007 : 955 entreprises, 306 établissements financiers, 173 collectivités locales, 248 OPCVM, 397 produits structurés.

En France la filiale créée en 1998 devient Moody's France SAS en 2004 , puis en 2007 est organisée en deux divisions : Moody's Investors Service qui se consacre à la notation financière et les activités auxiliaires ; Moody's analytics qui réunit l'ensemble des autres activités (consultant auprès des banques, analyse du risque de crédit et fourniture de bases de données ; outils informatiques et analyse des financements structurés).

Fitch Group

D'abord détenu à 80% par la société française FIMALAC, Fitch fusionne avec la société britannique IBCA spécialiste en notation des banques. En 2000 Fitch-IBCA rachète une agence de notation américaine elle aussi spécialiste des banques. En 2006 FIMALAC cède à Hearst Corporation 20% de Fitch Group. Fitch Ratings et Fitch Training and Algorithmics sont créées. En 2007 Fitch Group prend une participation majoritaire dans Korea ratings.

En Europe continentale Fitch opère à travers des filiales. En 2008 Fitch Group consolide l'indépendance de l'activité notation dans Fitch Ratings (notation, recherche, analyse et évaluation des produits structurés dont les CDO). Les autres activités sont regroupées dans Fitch Solution (diffusion de Fitch Research, CDS Pricing Service, Market Implied Rating).

Dans le monde Fitch emploie 2 360 personnes dont 1 322 analystes, note plus 154 000 émetteurs ou entités (hors états). Son chiffre d'affaires 2006 était de 1050 millions \$.

En Europe en 2007, 678 personnes ont noté 556 nouveaux produits (434 produits structurés, 98 entreprises, 24 collectivités locales).

Répartition de l'activité

S&P et Moody's Investors Service concentrent 80% du chiffre d'affaire de l'activité, contre 14% pour Fitch Ratings.

Les 6% restant sont principalement dus à DBRS, Japon Credit Agency, AM Best, spécialistes de niches géographiques et sectorielles.

En France

En 2007, les trois agences à Paris ont entre 29 et 52 analystes qui suivent des entités principalement situées en France mais également à l'étranger.

La notation à long terme sollicitée en 2007 concerne 349 émetteurs notés par au moins une des trois agences.

Deux agences publient des notations à long terme non sollicitées avec ou sans la collaboration de l'émetteur : 1'une des agences en note 14 dans le secteur des assurances uniquement, l'autre 20 dans l'industrie.

Les banques prédominent, en 2007 elles représentent 46% des émetteurs, contre 26% dans l'industrie et le commerce. Les institutions financières ont émis pour 182 milliards d'euros de dettes, et les sociétés non financières pour 31 milliards. En cumuls les encours de dettes notées sont de 1047 milliards d'euros avec 12177 emprunts en cours dont 61% dans le secteur bancaire.

La capitalisation boursière des groupes français notés cotés à Paris pèse environ 1 400 milliards d'euros (95% de la capitalisation boursière des sociétés françaises est cotée à Paris).

Initialement aux USA seuls étaient notés les entreprises industrielles, les chemins de fer, les institutions financières. Après la première guerre mondiale sont également notés les municipalités et les états étrangers.

Lors des années 30 et du système de Bretton Wood, la notation s'exerçait avec un certain conservatisme. Elle désignait au marché les meilleurs crédits et par ailleurs seule une poignée de pays étaient notés.

La réglementation favorise l'oligopole des agences en créant des barrières à l'entrée.

C'est à la fin des années 60 début des années 70 les services de la notation pour les émetteurs d'obligations deviennent payants. Ils représentent alors 75% des ressources des agences.

L'internationalisation a poussé l'activité de notation. Au milieu des années 90 cette expansion s'étend en Europe et en Asie sur le marché des obligations.

Coface

« Coface a pour mission de faciliter les échanges entre toutes les entreprises partout dans le monde. Pour cela, Coface offre à ses 130 000 clients quatre outils pour externaliser en tout ou partie la gestion, le financement et la protection de leur poste clients : l'assurance-crédit, l'affacturage, la notation et l'information d'entreprise et la gestion de créances. Coface propose également, en France, la gestion des garanties publiques à l'exportation pour le compte de l'Etat. Grâce à un service de proximité de qualité et 7 000 collaborateurs répartis dans 65 pays, plus de 45% des 500 plus grands groupes mondiaux sont déjà clients de Coface.

Coface est filiale de Natixis. » Cf. site Coface.

Activité

Garantie publique à l'export : Assurance crédit à l'export

L'assurance crédit garantit pour 450 milliards d'euros de créances

Gestion du risque client

Recouvrement de créances impayées

Protéger les transactions

Affacturage

Bases de données : gestion du risque, trouver de futurs clients

Dans le monde

1571 millions d'euros de chiffre d'affaires

Groupe constitué de 190 sociétés dans 65 pays,

120 000 clients dans le monde,

COFACE gère un fichier de 50 millions d'entreprises.

En France

646 millions d'euros de chiffre d'affaires, 2899 collaborateurs

6 millions d'entreprises actives répertoriées

20 000 mises à jour quotidiennes

Banque de France

La Direction des entreprises de la Banque de France a informatisé le fichier FIBEN (Fichier Bancaire des Entreprises). Depuis 1982 elle note les entreprises dans le cadre de la politique monétaire pour le refinancement des banques sur créances privées (éligibilité) et fournit également aux banques commerciales un instrument de surveillance prudentielle sur leurs crédits aux entreprises.

L'échelle des notes constituée initialement d'une cote d'activité (niveau de chiffre d'affaires), une cote de crédit, et une cote de paiement, a été revue en une échelle harmonisée avec la nouvelle réglementation bancaire émanant des accords de Bâle II. Cette échelle comporte toujours une cote d'activité, mais les cotes de crédit et paiement ont été refondue en une échelle complète en 11 notes : 3++, 3+, 3, 4+, 4, 5+, 5, 6, 8, 9, P. L'éligibilité qui correspondait aux notes 3++, 3+ et 3 jusqu'à une date récente a été étendue à la cote 4+ pour satisfaire aux besoins de liquidité des banques.

Les établissements de crédit adhérents au système d'information de FIBEN peuvent consulter la cotation Banque de France en temps réel par voie informatique, et de nombreux autres modules sont mis à disposition pour leur besoin d'analyse.

Le nombre d'entités cotées par an est de 5 600 000.

Parmi elles, 220 000 bénéficient de la cote complète établie sur une information très étendue d'ordre quantitatif (notamment un bilan BIC-BRN établi au titre du bénéfice industriel et commercial déclarant au régime du bénéfice réel normal), des informations issues des fichiers de la Banque de France sur les encours de crédit (Centrale des Risques) et les impayés sur effets de commerce (base CIPE), ainsi que des informations qualitatives développées.

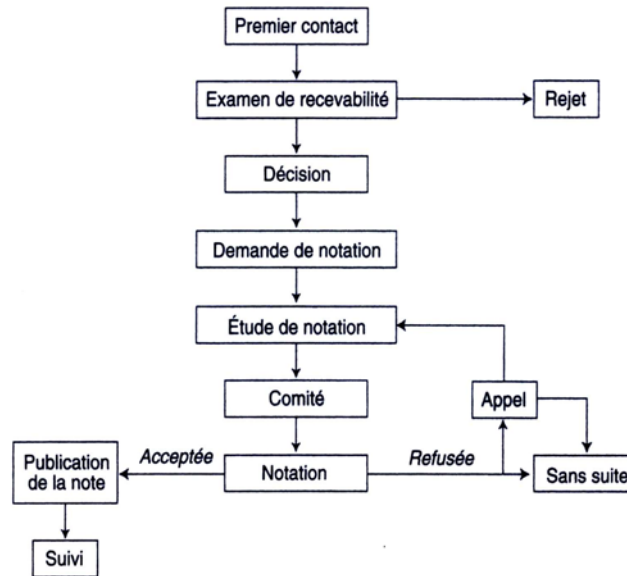
Les autres, de plus petite taille, ont une comptabilité simplifiée et ont une note différenciée de l'échelle complète, mais qui utilise les informations privilégiées des fichiers de la Banque de France.

ANNEXE 2 : Schémas des processus de notation avec possibilité d'appel

Extraits du livre de T. Garnier, C. Jaffeux – bibliographie [6]

1. Notation d'une émission d'obligation

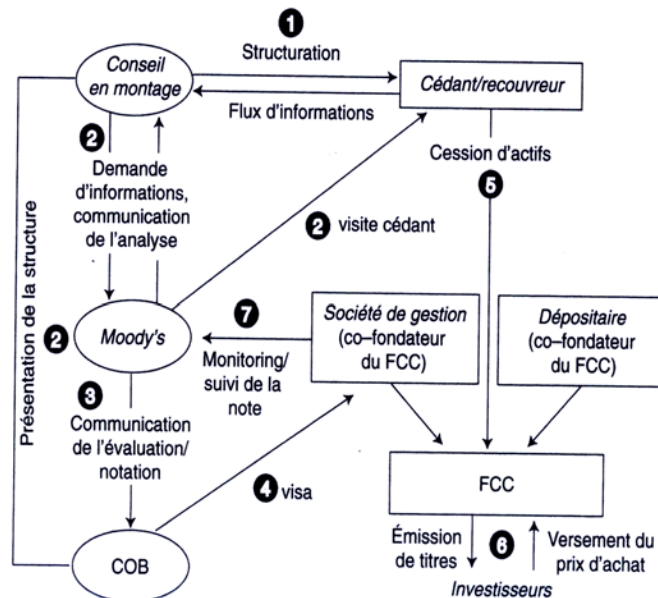
Schéma 2. – Schéma des opérations



Source : Karyotis, *La notation financière : une nouvelle approche du risque*, La revue Banque éditeur, 1995.

2. Notation d'un produit structuré

Schéma 3. – Schéma d'intervention des différents acteurs



Source : Moody's, 1994.

ANNEXE 3 : Fluctuations statistiques des performances des grandes agences de notation internationales

1. Volatilité des taux de défaut

Dans la publication 2005 de Standard & Poor's, selon l'année d'attribution de la note A, les taux de défaut à l'horizon d'un an fluctuent entre 0 et 0,21%, les taux à l'horizon de trois ans fluctuent entre 0 et 0,81%.

TAUX DE DEFAUT DE LA NOTE A

Source : Standard & Poor's - Janvier 2005

RATING A		Horizon		
Année de notation	Nombre d'émetteurs	1 an	2 ans	3 ans
1981	494	0.00	0.20	0.20
1982	487	0.21	0.21	0.21
1983	466	0.00	0.00	0.21
1984	471	0.00	0.21	0.42
1985	510	0.00	0.39	0.39
1986	559	0.18	0.18	0.36
1987	514	0.00	0.00	0.19
1988	507	0.00	0.20	0.20
1989	561	0.00	0.00	0.36
1990	571	0.00	0.18	0.35
1991	583	0.00	0.00	0.00
1992	651	0.00	0.00	0.00
1993	719	0.00	0.00	0.14
1994	775	0.13	0.26	0.26
1995	933	0.00	0.00	0.00
1996	1027	0.00	0.00	0.00
1997	1106	0.00	0.00	0.09
1998	1116	0.00	0.09	0.18
1999	1131	0.09	0.18	0.53
2000	1118	0.09	0.45	0.81
2001	1145	0.17	0.35	0.44
2002	1176	0.09	0.09	0.09
2003	1180	0.00	0.00	
2004	1209	0.00		

2) Instabilité selon la publication des séries statistiques pour la même date d'origine de la notation :

La publication 2001 indique 484 émetteurs notés en 1981, mais 480 dans la publication 2002. Sur ces mêmes séries les taux de défaut à l'horizon de 2 ou 3 ans ont changé : ils passent de 0,41% dans la première publication à 0,21% dans la deuxième

Source : Standard & Poor's - Février 2002

Année de notation	Nombre d'émetteurs	Taux de défaut à l'horizon		
		1 an	2 ans	3 ans
1981	480	0	0.21	0.21
1982	476	0.21	0.21	0.21
1983	458	0	0	0.22
1984	462	0	0.22	0.43
1985	505	0	0.4	0.4
1986	561	0.18	0.18	0.36
1987	519	0	0	0.19
1988	516	0	0.19	0.19
1989	571	0	0	0.35
1990	592	0	0.17	0.34
1991	609	0	0	0
1992	689	0	0	0
1993	770	0	0	0.13
1994	849	0.12	0.24	0.24
1995	1 028	0	0	0.1
1996	1 091	0	0	0
1997	1 162	0	0	0.09
1998	1 200	0	0.08	0.17
1999	1 230	0.08	0.16	0.49
2000	1 228	0.08	0.41	
2001	1 239	0.24		

Source : Standard & Poor's – Janvier 2001

Année de notation	Nombre d'émetteurs	Taux de défaut à l'horizon		
		1 an	2 ans	3 ans
1981	484	0	0.41	0.41
1982	478	0.42	0.42	0.42
1983	455	0	0	0.22
1984	457	0	0.22	0.44
1985	514	0	0.39	0.39
1986	551	0.18	0.18	0.36
1987	505	0	0	0.20
1988	520	0	0.19	0.19
1989	561	0	0	0.36
1990	584	0	0.17	0.34
1991	602	0	0	0
1992	678	0	0	0
1993	762	0	0	0.13
1994	845	0.12	0.24	0.24
1995	1 024	0	0	0
1996	1 087	0	0	0
1997	1 144	0	0	0.09
1998	1 183	0	0.09	0.17
1999	1 208	0.08	0.17	
2000	1 215	0.08		

3. Mauvaise séparabilité des taux de défaut entre AAA, AA et A

Si les moyennes μ montrent des différences entre les notes quelque soit le modèle de loi statistique, par contre en distribution il n'en est plus de même :

- les quantiles Q99,9 ne sont pas différents à l'horizon d'un an entre AA et A, à l'horizon de trois ans entre AAA, AA et A ;
- les quantiles Q99 présentent le même inconvénient à l'horizon de trois ans entre AAA et A .

Source : A. Tiamo: "Risque de crédit et variabilité des taux de défaut" [7]

[www.banque-france.fr/Publications/Etudes et recherches de l'Observatoire des entreprises](http://www.banque-france.fr/Publications/Etudes%20et%20recherches%20de%20l'Observatoire%20des%20entreprises)

Dispersion des taux de défaut par note

Résultats de simulations Monte Carlo selon trois modèles sur les données de Standard&Poor's entre 1981 et 2001 (Publication : « Rating Performance 2001 »)

Note	Modèle	Horizon du défaut											
		1 an				2 ans				3 ans			
		μ	Q50	Q99	Q99,9	μ	Q50	Q99	Q99,9	μ	Q50	Q99	Q99,9
AAA	Binomial	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.68	1.08
	Normal	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.00	0.97	1.25
	Gamma	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.68	1.08
AA	Binomial	0.01	0.00	0.26	0.49	0.03	0.00	0.40	0.53	0.08	0.00	0.53	0.89
	Normal	0.02	0.00	0.33	0.49	0.04	0.00	0.44	0.60	0.09	0.00	0.58	0.99
	Gamma	0.01	0.00	0.24	0.44	0.03	0.00	0.39	0.53	0.08	0.00	0.53	0.89
A	Binomial	0.04	0.00	0.35	0.47	0.12	0.09	0.58	0.78	0.22	0.19	0.77	1.05
	Normal	0.06	0.00	0.39	0.58	0.14	0.13	0.59	0.84	0.22	0.19	0.78	1.04
	Gamma	0.04	0.00	0.34	0.45	0.12	0.09	0.55	0.82	0.22	0.19	0.73	1.04
BBB	Binomial	0.26	0.26	1.00	1.41	0.62	0.60	1.72	2.26	0.94	0.91	2.31	2.92
	Normal	0.28	0.27	1.08	1.50	0.64	0.61	1.75	2.33	0.95	0.93	2.31	2.97
	Gamma	0.26	0.26	1.00	1.46	0.62	0.60	1.72	2.31	0.94	0.92	2.28	2.92
BB	Binomial	1.23	1.17	3.03	4.09	3.40	3.39	6.25	7.58	5.83	5.80	9.47	11.11
	Normal	1.31	1.25	3.16	4.09	3.47	3.44	6.32	7.59	5.87	5.81	9.47	11.11
	Gamma	1.23	1.17	3.03	4.07	3.39	3.37	6.32	7.59	5.83	5.80	9.45	11.07
B	Binomial	5.21	5.16	8.80	11.25	10.50	10.43	15.38	18.59	14.80	14.77	20.50	23.75
	Normal	5.27	5.20	8.75	11.25	10.55	10.55	15.48	18.47	14.83	14.78	20.50	23.75
	Gamma	5.21	5.16	8.75	11.25	10.50	10.43	15.38	18.75	14.81	14.78	20.35	23.75

ANNEXE 4 : Organismes ayant obtenu le statut d'OEEC en France

OEEC : Organismes Externes d'Evaluation de Crédit

Le terme anglais est **ECAI** : External Credit Assessment Institutions

- Banque de France
- COFACE
- Dominion Bond Rating
- Fitch Ratings
- Japon Credit Rating Agency
- Moody's Investors Services
- Rating and Investment Information
- Standard & Poor's Ratings Services

Validation des échelles des agences externes par la Commission Bancaire en France

Tables de correspondance entre échelle de notation et coefficient de pondération pour le calcul du niveau de fonds propres

http://www.banque-france.fr/fr/supervi/supervi_banc/communiq/reconnaissance-ECAI.htm

Statistiques sur les performances de la cotation de la Banque de France

http://www.banque-france.fr/fr/instit/services/fiben/cotation/pdf/Banque_de_France_echelle.pdf

Critères pour être reconnu OEEC

Source : Basel Committee on Banking Supervision

- Objectivité
- Indépendance
- Transparence
- Communication
- Ressources suffisantes
- Crédibilité

ANNEXE 5: Placements financiers en France en 2008

Source : Comptes nationaux – Base 2000, Banque de France (SESOF)

Au cours de l'année 2008, les flux nets de placements financiers de l'économie nationale française (S1) ont été positifs et se sont établis à 2070,5 milliards d'euros, soit 88,5% des flux nets d'actif. Parmi les secteurs de l'économie nationale, le secteur financier (S12) a été celui qui a placé le plus avec 1756,8 milliards d'euros, surtout de la part des institutions financières (S12A) pour 1694,5 milliards d'euros tandis que les assurances et fonds de pension ont placé 63,5 milliards d'euros. Viennent ensuite les sociétés non financières (S11) pour 192,9 et les ménages (S14) pour 100,1.

Ces flux de placements ont été majoritairement sous forme de **produits dérivés** (1303,2 milliards euros dont 1192,8 de la part des institutions financières nationales, les sociétés non financières n'intervenant que pour 108,4 milliards d'euros). Les produits dérivés se sont beaucoup développés au cours des dernières années depuis 19 milliards d'euros en 1990, passant à 221 en 1997, 485 en 2000, 619 en 2005, 879 en 2007 jusqu'à 1303,2 en 2008. Une partie des produits dérivés ne s'interprètent pas comme de véritables placements car ils servent à des opérations de couverture lors de l'activité économique réelle des agents. Il est difficile d'établir le montant de ces opérations de couverture.

Les **autres flux de placements** se répartissent entre

- Titres de créances négociables et assimilés pour 123,8 milliards d'euros surtout de la part des sociétés financières ;
- Actions cotées (68,5) détenues surtout par les institutions financières (61,1)
- Actions non cotées (86,1) détenues surtout par les sociétés non financières (54,4)
- Titres d'OPCVM⁷² monétaires (40,4)
- Droits nets des ménages, assurances vie et fonds de pension (65,7)

Pour les ménages au cours de l'année 2008 certains flux ont été positifs : ainsi les ménages ont surtout augmenté leurs droits nets, assurances vie et fonds de pensions (65,7), leurs placements à vue (47,7) et leurs placements à échéances (17,1). Par contre les flux négatifs montrent qu'ils se sont retirés de l'épargne contractuelle (-24,6) et des titres d'OPCVM généraux (-11,7), comme des titres de fonds d'investissements divers (-10,2).

Rappel de la nomenclature des secteurs institutionnels:

S1 : Economie nationale se décompose en :

S11 Sociétés non financières (SNF)

S12 Sociétés financières (SF)

Dont S12A Institutions financières nationales : S121 Banque centrale ; S122 Autres institutions financières et monétaires (dont les banques) ; S123 Autres intermédiaires financiers (courtiers, affacturage, crédit bail, valeurs mobilières et produits dérivés)

Dont S125 Assurances et fonds de pension

S13 : Administrations Publiques (APU)

S14 : Ménages

S15 : Organismes à but non lucratif

S2 Reste du monde

⁷² OPCVM : Organismes de Placement Collectif de Valeurs Mobilières

PLACEMENTS - dans les FLUX NETS ACTIF - en 2008 en milliards d'euros										
Source : Comptes nationaux - Base 2000, Banque de France (SESOF)										
	Economie nationale	SNF	SF	Dont		APU	Ménages	non lucratif	Reste du monde	
				Instit Nat	Assur.				Actif	Passif
	S1	S11	S12	S12A	S12S	S13	S14	S15	S2 P	S2 A
F.29	415,1	18,2	354,7	354,5	0,2	0,2	40,6	1,3	-20,8	-52,6
F.291	49,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	47,7	0,7	0,8	0,0
F.292	40,2	15,5	6,2	6,1	0,1	0,5	17,1	0,8	-20,6	6,5
F.293	-24,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-24,6	-0,2	-0,2	0,0
F.295	-60,1	0,0	-60,1	-60,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-69,6	-143,7
F.296	373,0	0,0	373,0	373,0	0,0	0,0	0,0	0,0	65,5	74,4
F.297	1,2	0,0	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2
F.299	36,4	1,9	34,4	34,3	0,0	-0,3	0,5	0,0	3,4	8,9
F.28	8,6	1,0	1,8	1,7	0,1	0,0	5,7	0,1	-1,0	0,0
F.33	157,8	-10,0	145,2	104,1	41,9	22,3	0,7	-0,4	174,7	64,6
F.331	123,8	-1,0	124,1	111,3	13,3	-1,4	1,9	0,2	94,2	47,4
F.332	30,6	-9,0	17,7	-10,7	28,7	23,7	-1,2	-0,6	80,5	17,1
F.333	3,4	0,0	3,4	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F.34	1303,2	108,4	1192,8	1192,8	-0,1	2,0	0,0	0,1	1081,6	1077,5
F.38	-0,6	-0,1	-0,8	-0,8	0,0	0,3	0,0	0,0	-1,8	-1,0
F.51	168,3	64,6	95,4	88,4	6,9	3,9	4,5	-0,1	23,7	104,4
F.511	68,5	7,3	61,1	59,8	1,2	2,7	-2,5	-0,1	0,1	46,6
F.512	86,1	54,4	30,4	25,4	5,0	0,1	1,1	0,0	23,6	57,7
F.513	13,7	2,9	3,9	3,2	0,7	1,1	5,8	0,0	0,0	0,0
F.52	-37,6	10,8	-32,3	-46,3	14,5	-0,2	-17,0	1,2	-7,8	-26,4
F.521	40,4	18,1	14,6	8,1	6,1	0,5	4,8	2,4	2,3	0,0
F.522	-47,5	0,8	-34,2	-28,6	-4,6	-0,7	-11,7	-1,7	-10,1	0,0
F.523	-30,5	-8,1	-12,7	-25,8	13,0	0,0	-10,2	0,5	0,0	-26,4
F.529	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F61	65,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	65,7	0,0	0,0	0,0
F.0	2070,5	192,9	1756,8	1694,5	63,5	28,5	100,1	2,1	1248,7	1166,5
	2338,9	290,5	1878,1	1812,7	65,6	70,3	96,9	3,2	1320,6	1240,6

¹ ICNE : intérêts courus non échus

Cahiers Lasaire déjà parus

1	CONCURRENCE DES PAYS A BAS SALAIRES ET EMPLOIS	<i>J. MAURICE</i>
2	SERVICES DE PROXIMITE ET NOUVELLE CROISSANCE	<i>G. CETTE, P. HERITIER, V. SINGER</i>
3	LES NEGOCIATIONS SUR LE TEMPS DE TRAVAIL : UNE CHANCE A SAISIR POUR LA CROISSANCE ET L'EMPLOI	<i>J. MAURICE, D.TADDEI</i>
4	QUELS EMPLOIS POUR LES JEUNES NON QUALIFIES	<i>A-M. GROZELIER</i>
5	SALAIRES ET EMPLOIS	<i>D. TADDEI</i>
6	INSTRUMENTATION DE GESTION ET EMPLOI : LES REDUCTIONS D'EMPLOIS DANS LES ENTREPRISES : PERFORMANCE ECONOMIQUE OU DETERMINISME GESTIONNAIRE ?	<i>H. BERTRAND</i>
7	L'EMPLOI DANS LA NOUVELLE ARCHITECTURE DE L'EUROPE	<i>D. TADDEI, B. TRENTIN</i>
8	LA MONNAIE UNIQUE	<i>A. GAURON, D. PLIHON</i>
9	LES ENTREPRISES SONT-ELLES RICHES OU PAUVRES ?	<i>M. FRIED, D. PLIHON, M. SABORD</i>
10	INEGALITES DES REVENUS	<i>P. MICHEL</i>
11	LES POLITIQUES DE L'EMPLOI EN FRANCE	<i>J. FREYSSINET</i>
12	REDUIRE LA DUREE DU TRAVAIL POUR FAIRE RECULER LE CHOMAGE : DE LA MACRO A LA MICRO ECONOMIE, TENIR LES DEUX BOUTS DE LA CHAINE	<i>H. BERTRAND, J. MAURICE</i>
13	LES ENJEUX DE LA NEGOCIATION D'ENTREPRISES SUR LA REDUCTION DU TEMPS DE TRAVAIL	<i>D. TADDEI</i>
14	QUELLES MARGES DE MANOEUVRES POUR LES ENTREPRISES SELON LEUR TAILLE ?	<i>M. SABORD</i>
15	DEVELOPPER LES SERVICES DE PROXIMITE OU L'EMERGENCE D'UN SECTEUR DE LA QUALITE DE LA VIE	<i>P. HERITIER</i>
16	LA DIMENSION DU DEBAT : RETRAITE PAR REPARTITION - RETRAITE PAR CAPITALISATION	<i>M. FRIED</i>
17	NEGOCIATIONS SUR LE TEMPS DE TRAVAIL : ACCROITRE L'EMPLOI OU LES HEURES SUPPLEMENTAIRES ? UNE EXPLORATION DES ASPECTS ECONOMIQUES ET FINANCIERS	<i>J. MAURICE, M. BECHET</i>
18	LE MODELE DE CROISSANCE NORD-AMERICAIN ET LA MONTEE DES INEGALITES SOCIALES	<i>B. BLUESTONE</i>
19	L'AVENIR DES SERVICES PUBLICS. UNE VISION PROSPECTIVE DE SYNDICALISTES	<i>M. BECHET</i>
20	QUELLE REFORME POUR LES RETRAITES ?	<i>M. FRIED</i>
21	L'EPARGNE SALARIALE : CONTRIBUTION AU DEBAT SUR LE PROJET DE LOI	<i>J. MAURICE</i>
22	LES CHANGEMENTS DANS L'EMPLOI ET DANS LES RELATIONS DU TRAVAIL	<i>DEBATS DU COLLOQUE</i>
23	VALEUR ACTIONNARIALE ET NOUVELLES FORMES DE GOUVERNANCE DES ENTREPRISES	<i>M. FRIED, J.P. MOUSSY, D. PLIHON</i>
24	LES INEGALITES DE SANTE : UNE REALITE MECONNUE ET UN DEFI POUR FONDER ENFIN UNE POLITIQUE DE SANTE EN FRANCE ?	<i>J-M. RODRIGUES, B. GARROS</i>
25	RESTRUCTURATIONS INDUSTRIELLES ET LEURS CONSEQUENCES SOCIALES	<i>M. FRIED, J. EYREVELADE, J.P. AUBERT, D. BACHET</i>
26	EUROPE -EMPLOI-ELARGISSEMENT APPROFONDISSEMENT	<i>7^e RENCONTRE BIENNALE EUROPE-TRAVAIL-EMPLOI</i>
27	RETRAITE: LA REFORME FILLON, UNE REFORME QUI NE GARANTIT PAS L'AVENIR	<i>M. FRIED</i>
28	SANTE ET ASSURANCE MALADIE: QUELLE REFORME POUR UNE SOLIDARITE DURABLE?	<i>LASAIRE ECO AVEC LE CONCOURS D'ANDRE GAURON</i>
29	POUR SORTIR DU CHOMAGE DE MASSE, JALONS POUR UNE STRATEGIE	<i>J. MAURICE ET J.L. DAYAN</i>
30	LA REFORME DES NORMES COMPTABLES Un débat trop discret	<i>M. FRIED</i>

Les Cahiers Lasaire n° 38 – juillet 2009

Les grandes agences de notation internationales : leur rôle annoncé dans la crise, vers quelle régulation ?

31	EUROPE, TRAVAIL, EMPLOI. L'EUROPE ELARGIE ET LA MONDIALISATION	MICHEL AGLIETTA, MARIO DEHOVE, JACQUES FREYSSINET, PIERRE HERITIER, JOËL MAURICE
32	LE RETOUR DES POLITIQUES INDUSTRIELLES	S. IDIR, P. POMMIER, M. FRIED, A. THOLONLAT, K. BOUABDALLAH, J-L. GIBOU, P. HERITIER
33	EUROPE ET MONDIALISATION : QUEL DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE ET QUELS EMPLOIS ?	ACTES DU SEMINAIRE DE ST ETIENNE DU 20-10- 2006
34	SEGREGATION URBAINE, CRISE DES BANLIEUES	JOËL MAURICE
35	DE LA CRISE DES SUBPRIMES A LA CRISE FINANCIERE	MICHEL FRIED
36	LUTTER CONTRE LE RECHAUFFEMENT CLIMATIQUE ?	JOËL MAURICE
37	REGARDS SUR LA CRISE	M. FRIED, J. FREYSSINET, A. GAURON, J. MAURICE, J. P. MOUSSY