

Les insuffisances de la régulation financière : le cas des agences de notation ⁽¹⁾

Par Pierre CAILLETEAU
AMUNDI

La réglementation des agences de notation a permis de libérer des frustrations contre des agents privés producteurs de standards, mais elle n'a pas fait considérablement avancer les choses en matière de politiques publiques. En particulier, la régulation enracine un oligopole décrié. Or, le manque de biodiversité dans le système financier est bien plus préjudiciable que le risque de voir une agence dégrader hâtivement (ou rehausser tardivement) une notation financière. Cet article propose des pistes de réforme pour réguler moins et mieux.

Dans le blitz de régulations financières qui a logiquement suivi la grande crise financière de 2007-2013, la question des agences de notation a tout particulièrement cristallisé l'attention. Les raisons en sont au moins triples : a) les agences de notation sont des organismes privés qui produisent des normes publiques (ici à l'attention des investisseurs) ; b) les notations sont publiques et chacun peut contester l'opinion qu'elles traduisent (et beaucoup ne s'en privent pas) ; enfin, c) les dégradations de notations souveraines sont perçues comme une atteinte à la dignité nationale, et leurs rehaussements comme des récompenses tardives.

Des défaillances avaient de toute évidence été identifiées ; elles appelaient des recadrages réglementaires. Mais le cas des agences de notation est illustratif d'un type de régulation dominé par le ressentiment et par une ignorance des tensions existant entre différents objectifs, tous légitimes, poursuivis par une même politique publique.

Agences de notation : des défaillances coûteuses pour le système financier et pour leur propre réputation

Il y a eu en effet des défaillances de la part des agences de notation, qui ont été *pour partie* à l'origine de la crise financière. À l'instar d'entreprises ayant vendu un produit défectueux (comme une voiture équipée d'un système de freinage défaillant ou des lasagnes à la viande de cheval), certaines agences de notation auraient aimé pouvoir retirer du marché certains *ratings* de produits structurés, en procédant en quelque sorte

à un *product recall*. Mais le mal était fait. Il était pratiquement et juridiquement impossible de « retirer » les *ratings* considérés, dès lors qu'ils étaient tombés dans le domaine public.

Les agences ont manqué au devoir de vigilance qui les rendait si utiles aux investisseurs. Ces erreurs seraient-elles le fruit de leur incompétence et/ou de leur cupidité ?

En réalité, elles ont clairement pêché par « illusion de scientificité » dans un domaine - l'appréciation du risque de défaut obligataire - qui appelle à adopter une approche multidisciplinaire et modeste. Elles ont aussi cédé aux sirènes du *Zeitgeist* - la finance sans limites - ne voyant pas le hiatus croissant entre les trillions de dollars de titres notés individuellement AAA et l'augmentation exponentielle de la dette dans nos sociétés. Elles y ont sans doute beaucoup moins cédé que d'autres, mais suffisamment pour entacher leur crédibilité.

Des réformes portées par le ressentiment

Les multiples réformes des agences de notation engagées depuis 2008 se partagent essentiellement entre deux catégories : celles qui aggravent les problèmes qu'elles sont censées traiter, et celles qui en créent de nouveaux.

(1) Ce texte est la version longue d'une annexe à l'ouvrage *Décider de notre avenir pour qu'il ne nous soit pas imposé*, de François et Pierre Cailleteau (Éditions Economica, 2013). L'auteur, Pierre Cailleteau, a exercé durant quelques années les fonctions de responsable de la notation des États dans le monde, pour l'agence Moody's.

Dans la première catégorie se rangent toutes les mesures généralement bien intentionnées, mais qui n'aboutissent qu'au rehaussement des barrières à l'entrée sur le marché en sanctuarisant des oligopoles pourtant décriés.

Il en va ainsi, par exemple, des règles fixant le lieu de publication des *ratings*, de l'obligation de rotation des analystes, des changements d'échelle (pour la finance structurée), sans que la question de l'équivalence des *ratings* entre les différentes catégories d'entités notées (quel est le rapport exact entre le AAA du gouvernement américain et le AAA d'un prêt immobilier titrisé ?), pourtant la seule qui compte, soit traitée par les exigences d'un formalisme tatillon (par exemple, les citations imposées dans les annonces de *rating*)...

La plupart de ces mesures, si ce n'est toutes, accroissent les coûts fixes, rendant ainsi le marché de la notation inexpugnable. En même temps, elles conduisent à la constitution de véritables armées de *compliance officers* (ces experts ès-conformité), grâce auxquelles chacun se donne bonne conscience.

Dans la seconde catégorie des réformes précitées se rangent les idées relativement saugrenues (comme celle de créer une agence publique européenne qui pourrait s'appuyer sur l'énorme capital de crédibilité dont bénéficient les autorités européennes en matière d'analyse du risque...), voire troublantes : pénalisation des « mauvaises » décisions (?), suspension des *ratings* en période de crise (c'est-à-dire au moment où ils sont le plus utiles aux investisseurs), validation des méthodologies par les régulateurs, lesquels n'ont pas fait preuve d'une prescience bien supérieure...

Pour être complet, il faudrait ajouter les mesures qui n'auront d'autre conséquence que de donner le tournis aux agences de *rating*, pour un effet à peu près nul en termes de politique publique : par exemple, l'exigence d'une rotation des agences au bout d'un certain nombre d'années et pour certains produits notés (un carrousel de la notation financière, en quelque sorte...).

Les agences de notation en tant qu'auxiliaires de la régulation

En réalité, le cœur du sujet est qu'il ne faut pas réglementer davantage les agences de notation et encore moins les traiter comme des auxiliaires des régulateurs. Il faut, au contraire, les déréguler aussi largement que possible et envisager des pistes alternatives pour les mettre en concurrence et apporter un minimum de « diversité biologique » à un environnement sujet à l'instinct moutonnier.

Une manière de penser le sujet pourrait être de voir dans les agences l'équivalent, pour le monde de la finance, de ce que représente le Guide Michelin pour la gastronomie. Dans ce dernier cas, des experts indépendants qui rendent un service aux gastronomes en notant la qualité des repas proposés par les restaurants qu'ils évaluent. La seule vraie différence est que l'échelle du Guide Michelin est moins granulaire : elle ne comporte que quatre crans (les « étoiles »), au lieu d'une ving-

taine (sans compter les perspectives, positives ou négatives) pour les agences de notation.

On pourrait rétorquer, pour contester l'analogie, que la notation financière est autrement plus importante que la notation gastronomique, en raison des conséquences systémiques que peut avoir un mauvais jugement dans le domaine financier (voir, par exemple, les graves conséquences de l'aveuglement qui a entouré la notation de certains crédits *subprime*). Mais le cœur du problème n'est pas dans le fait que certains évaluateurs puissent se tromper (c'est inévitable). Il est dans le fait que seule une poignée d'évaluateurs exercent cette activité, privant le système du garde-fou que représente l'existence d'opinions diverses. Le risque systémique est le produit de l'uniformité des comportements, qui est elle-même entretenue par le faible nombre des notateurs.

Si l'on reprend cette analogie : qui pourrait juger souhaitable que l'on exige, par la voie d'un règlement, que tout consommateur, avant d'aller au restaurant, consulte le Guide Michelin ; et, mieux encore, que l'on interdise à certains consommateurs de dépenser leur argent dans des restaurants dont la qualité est jugée médiocre ⁽²⁾ ? Qui estimerait souhaitable l'interdiction de la suppression d'une étoile quand la qualité de la cuisine se serait dégradée, au motif que cela serait préjudiciable pour le restaurateur ⁽³⁾ ? Qui considérerait opportun de faire valider par le ministère de la Consommation ⁽⁴⁾ la qualité des méthodes retenues en matière d'évaluation de la cuisine ? Qui jugerait indispensable d'intervenir pour assurer la rotation des inspecteurs ou pour interdire au Guide Michelin de juger un restaurant plus de trois années de suite ?

Le problème de fond est que toutes les réformes qui visent à faire des agences de notation des auxiliaires de la régulation bancaire et financière sont profondément contreproductives, que ce soit en exigeant l'utilisation des notations pour procéder au calcul des fonds propres des banques ou la protection des investisseurs, ou en essayant d'utiliser les notations à des fins macro-prudentielles.

Les agences ne sauraient se voir confier une telle responsabilité macro-prudentielle de lisser le cycle du crédit en ayant la main lourde en haut de cycle et légère en bas de cycle. C'est là le rôle des banques centrales et des autorités de supervision. Les agences ont en revanche une responsabilité fiduciaire vis-à-vis des investisseurs, celle d'étalonner le risque de crédit à tout moment du cycle, et ce même si cela s'avérerait déplaisant ou contreproductif pour l'émetteur de dette.

Ainsi, dans une démarche sans nul doute bien intentionnée, la régulation a conduit à sanctuariser les agences de nota-

(2) Nombre de fonds de pension ne peuvent investir qu'en titres AAA/Aaa ou uniquement en titres au-delà de BBB-/Baa3, créant ainsi des non-linéarités artificielles dans le fonctionnement des marchés financiers.

(3) Aujourd'hui, les dégradations doivent être communiquées plusieurs jours à l'avance aux émetteurs de dette, avec tous les risques de fuites que cela comporte, sous la menace permanente d'une intervention visant à en empêcher le passage à l'acte, prétendument pour des raisons systémiques.

(4) Ici un régulateur financier.

tion en les soumettant à un ensemble de contraintes qui rend quasi impossible l'entrée de nouveaux venus sur le marché, et cherche à en faire des auxiliaires de la régulation au risque d'altérer la clarté et la simplicité de la mission de celles-ci.

Que faire dans ces conditions ? Réguler beaucoup moins, tout en régulant mieux

Nous proposons trois pistes.

Premièrement, il convient d'exiger des agences rigueur et transparence dans l'utilisation de l'échelle des notations. Il ne suffit pas que la situation se détériore (ou s'améliore) superficiellement pour que se justifie une baisse (ou une hausse) de la note. Il faut que le *quantum* de risque de crédit supplémentaire rattache structurellement (c'est-à-dire, par-delà les aléas cycliques) l'émetteur de dette à une catégorie de risque différente.

Cela signifie trois choses, au demeurant compliquées, mais nécessaires pour créer une saine exigence par rapport à ce « bien public » produit par les agences de notation privées :

- a) il faut « objectiver » les catégories de *rating* : que signifie précisément une notation AA par rapport à une notation AAA ?
- b) il ne faut fonder les comparaisons qu'au travers des classes d'actifs : par exemple, entre le gouvernement des États-Unis et General Electric, Rabobank ou la titrisation d'actifs immobiliers notés AAA ;
- et, c) il faut faire le départ entre les changements cycliques et les changements structurels, les agences étant censées (de leur propre aveu) noter à *travers le cycle*.

Deuxièmement, il y a une exigence fondamentale qui est pourtant totalement ignorée : connaître l'intensité analytique appliquée aux notations, c'est-à-dire le nombre de jours d'analyse et de suivi consacrés à un émetteur de dette noté. On comprend facilement qu'entre une notation qui est le produit de quinze jours entiers de surveillance par un ou plusieurs analystes et une notation qui est le produit de quinze heures de surveillance par an, il y a une forte probabilité que le travail soit plus fiable dans le premier cas de figure (toutes choses égales par ailleurs). Au lieu d'imposer des réglementations tatillonnes et sans grande pertinence conduisant au recrutement de très nombreux *compliance officers*, il aurait été préférable d'inciter les agences, au travers de la publication d'indicateurs d'intensité analytique, à recruter davantage d'analystes.

Ces deux propositions remplaceraient avantageusement la plupart des réglementations tatillonnes qui ont été édictées depuis 2009.

Troisièmement, pour créer de la diversité dans la production d'analyses du risque de crédit - l'objectif le plus important de toute politique publique, l'uniformité étant porteuse de pro-cyclicalité financière -, il faut revenir au monde de la gastronomie.

Dans le domaine de la gastronomie, il y a fondamentalement deux modèles : le modèle du Guide Michelin (des experts notent la cuisine) et le modèle Zagat (des clients notent la cuisine et quelqu'un agrège leurs opinions selon une grille analytique). La concurrence potentiellement la plus prometteuse pour les agences de notation est le modèle Zagat, dans lequel un « agrégateur » rassemblerait, sur la base d'une grille analytique simple comparable à celle des agences (sur une base mensuelle, par exemple), les jugements des grands investisseurs (gestionnaires d'actifs, compagnies d'assurance, *hedge funds*, banques, fonds de pension...) sur le risque de crédit.

Par rapport à l'utilisation des prix de marché (comme dans le cas des *Credit-Default Swaps* - une autre alternative souvent évoquée), ce type de solution éviterait le problème de l'illiquidité : le fait que 500 ou 1 000 « consommateurs » s'engagent à donner chaque mois leur jugement assurerait la « liquidité ».

Cela permettrait aussi une analyse plus dynamique et plus riche puisqu'au-delà du *rating* (la moyenne), les investisseurs auraient en retour des informations sur la médiane, sur la distribution des opinions autour de celle-ci et sur leur évolution dans le temps.

L'autre avantage serait que ce modèle de financement pourrait être différent de celui des agences (les consommateurs payant la prestation).

Conclusion

Au total, la réglementation des agences de notation a permis de libérer certaines frustrations à l'encontre des agents privés producteurs de standards, mais elle n'a pas fait considérablement avancer les choses en matière de politiques publiques. En particulier, la régulation ne fait qu'enraciner un oligopole pourtant décrié. Or, le manque de biodiversité dans le système financier est aujourd'hui bien plus préjudiciable que le risque de voir une agence de notation dégrader trop hâtivement (ou rehausser trop tardivement) une notation financière.