

DU BON USAGE DE LA NOTATION FINANCIÈRE EXTERNE

OLIVIER GARNIER

Directeur général adjoint, Société générale Asset Management

À la suite de la crise du « subprime », de multiples propositions de réformes ont été avancées dans le domaine de la notation financière externe. Si bon nombre de ces propositions sont pertinentes ou mériteraient d'être étudiées plus en détail, on peut toutefois regretter qu'elles portent quasi exclusivement sur le fonctionnement des agences de notation et sur la nature de l'information que celles-ci fournissent : les problèmes liés à l'utilisation des notations par les diverses parties concernées (investisseurs et intermédiaires financiers, mais aussi régulateurs) sont largement laissés de côté.

Cette négligence des questions d'utilisation des notations est tout à la fois excessive et dangereuse. D'une part, il serait abusif d'attribuer tous les dysfonctionnements observés aux seules agences de notation. En particulier, dans le domaine des financements structurés, beaucoup d'investisseurs se sont trop largement reposés sur les seules notations externes, sans faire leur travail interne d'analyse des risques : d'où les conséquences démesurées de la soudaine perte de confiance dans la qualité de l'information produite par les agences. D'autre part, et surtout, plus les notations externes servent de référence dans les normes prudentielles – ou plus elles acquièrent un statut réglementaire – plus les investisseurs sont incités à les utiliser de façon quasi aveugle en s'affranchissant de leurs propres responsabilités en matière d'analyse des risques de crédit. Encadrer davantage la notation financière risque donc de créer des effets pervers contre-productifs si l'on ne se soucie pas, d'abord, de revoir l'usage qui en est fait par les régulateurs et les investisseurs.

La notation externe : d'une simple opinion à un label ?

A l'origine, la notation financière externe constitue une simple opinion extérieure sur la probabilité qu'une dette sera remboursée conformément aux termes prévus dans le contrat. Elle ne constitue donc pas une recommandation à acheter ou à détenir un titre, et

encore moins une certification sur la qualité du crédit. En outre, elle ne contient aucun jugement sur d'autres facteurs à prendre en compte par les investisseurs tels que la valorisation ou la liquidité. Son principal intérêt réside dans les économies d'échelle qu'elle procure du point de vue de la collecte et du traitement de l'information, ainsi que dans sa capacité à réduire les asymétries d'information entre émetteurs et investisseurs sur des marchés désintermédiés.

Cette définition *a minima* de la notation est celle que les agences ont toujours défendu et continuent de

défendre encore aujourd'hui. Par exemple, à chaque fois que les agences font face à un litige aux États-Unis, elles se réfugient derrière le premier amendement à la Constitution sur la liberté d'expression en arguant du fait que leurs opinions sont de la même nature que celles de la presse financière ! Pour autant, l'usage des notations par les régulateurs et les investisseurs va bien au-delà de ce que l'on pourrait attendre d'une simple opinion « journalistique ».

Aux États-Unis, la référence aux notations dans les réglementations constitue une pratique ancienne. Elle remonte aux années 1930 lorsque les banques n'ont plus été autorisées à détenir des obligations notées en dessous du niveau *investment grade*. Ce type d'utilisation des notations à des fins réglementaires ou prudentielles s'est ensuite étendu à la plupart des autres catégories d'investisseurs : assureurs, fonds de pension, *mutual funds*... Parallèlement, dans les années 1970, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) a créé un statut pour les agences de notation (NSRO : *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Un tel usage réglementaire des notations est moins courant et plus récent en Europe mais il a, ici aussi, gagné du terrain. En particulier, s'agissant des banques, l'approche dite « standard » de Bâle II fait explicitement référence à la notation externe du crédit. De même, dans certains pays, les titres détenus par les fonds monétaires doivent respecter certains critères en matière de notation. On notera enfin que les banques centrales – la Banque centrale européenne (BCE) comme la Réserve fédérale américaine (Fed) – font, elles aussi, référence aux notations tant pour la gestion de leurs portefeuilles et de leurs réserves que pour la politique monétaire (critères d'éligibilité des actifs pris en garantie).

Par ailleurs, même en l'absence de contraintes réglementaires, les investisseurs imposent fréquemment à leurs gestionnaires d'actifs des restrictions d'investissement s'appuyant sur les notations. Recourir à de tels critères externes d'éligibilité des actifs constitue un moyen commode d'encadrer les marges de manœuvre des gérants et d'atténuer ainsi les problèmes de *principal-agent* inhérents aux mandats de délégation de gestion.

Mais c'est plus récemment, avec le développement

des financements structurés, que le rôle de la notation s'est encore plus éloigné de celui d'une simple opinion. La notation est en effet devenue, dans ce domaine, une sorte de précondition pour pouvoir émettre du côté des arrangeurs et pour pouvoir acheter du côté des investisseurs. Cette évolution bouleverse complètement le marché de la notation. Premièrement, la logique de celle-ci est complètement inversée : il s'agit non plus d'un constat *ex post* mais d'un objectif à atteindre *ex ante* par le structureur (éventuellement avec les conseils des agences) en faisant tourner les modèles de notation à l'envers¹. Cela permet en particulier de fabriquer des véhicules d'investissement respectant strictement les contraintes de notation fixées par les régulateurs, ou que se fixent eux-mêmes les investisseurs. Deuxièmement, les agences fournissent non plus une simple opinion mais attribuent un label qui conditionne le placement du titre sur le marché (*gate-opener* plutôt que *gate-keeper*). De fait, le marché des financements structurés est ainsi implicitement largement « régulé » par les agences. La valeur de la notation vient alors, non plus de la qualité de l'opinion en elle-même, mais de son impact en tant que *gate-opener*. La rente de situation qu'obtiennent ainsi les agences sera d'autant plus élevée que leur label sera davantage utilisé à des fins réglementaires ou prudentielles. Troisièmement, et corrélativement, dès lors que la notation devient un label plutôt qu'une opinion parmi d'autres, les investisseurs utilisent celle-ci de plus en plus passivement, sans faire leur propre travail d'analyse.

Les effets pervers d'une réglementation accrue de la notation financière

A partir du moment où les notations jouent *de facto* le rôle d'un label et ont donc des conséquences réglementaires ou contractuelles centrales, on pourrait être tentés de pousser la logique jusqu'au bout en encadrant très strictement la notation financière elle-même, voire

même en transférant cette responsabilité à une autorité publique indépendante². Cela serait en réalité une fausse-bonne idée pour plusieurs raisons.

En premier lieu, la notation, même si elle pouvait émaner d'une autorité exempte de conflits d'intérêts, serait toujours très faillible. En effet, comme toute prévision, elle repose nécessairement sur des hypothèses et des modèles imparfaits. Par exemple, les taux de défaut sur les fameux crédits immobiliers « *subprimes* » dépendent crucialement de l'évolution des prix des logements... Or, qui peut prétendre prévoir ces derniers de façon absolument fiable ? En outre, même s'il était possible de construire des modèles de notation tout à fait robustes et objectifs, on buterait sur un problème classique de récursivité : dès lors qu'un modèle ou qu'un indicateur est utilisé de façon systématique (à des fins réglementaires ou contractuelles), il perd tôt ou tard de sa pertinence car ses propriétés vont être intégrées dans les décisions des divers acteurs concernés³.

En deuxième lieu, réglementer davantage la notation pourrait en dégrader la fiabilité. En effet, cela réduirait le rôle disciplinaire de la réputation sur la qualité de l'information produite par les agences. De même, encadrer plus strictement l'activité des agences élèverait encore davantage les barrières à l'entrée et réduirait la concurrence déjà très faible dans ce métier. On peut d'ailleurs noter que les États-Unis sont récemment revenus en arrière en matière de labellisation des agences afin, justement, d'abaisser les barrières à l'entrée : la réforme de 2006 a remplacé l'ancien système d'accréditation des NSRO auprès de la SEC par un système d'enregistrement plus ouvert et plus transparent. Ajoutons aussi qu'une « fonctionnarisation » des notateurs ne serait pas non plus un gage de qualité accrue, même si cela permettait d'éliminer les conflits d'intérêts.

En troisième lieu, surtout, plus on réglemente et plus on norme la notation, plus l'impact des inévitables erreurs est démultiplié. Il en résulte en effet une plus grande homogénéisation des méthodes et des modèles, d'une part, et une déresponsabilisation accrue des utilisateurs des notations, d'autre part.

Redonner aux régulateurs et aux investisseurs leurs responsabilités

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

Comme l'a récemment recommandé le Forum de la stabilité financière (FSF)⁴, il conviendrait que les autorités réexaminent le rôle attribué aux notations dans les réglementations et les cadres prudentiels. Tout ce qui incite les investisseurs et les institutions financières à utiliser de façon quasi automatique les notations externes, sans faire leur propre travail d'analyse et de *due diligence*, doit si possible être éliminé. La responsabilité première de l'analyse du risque de crédit doit revenir – ou rester – dans les mains des institutions financières et des investisseurs. Ceux-ci en ont-ils les moyens en interne ? On marcherait sur la tête si l'on répondait par la négative. Pour les banques, l'analyse du crédit constitue la base même de leur métier ; et c'est d'ailleurs tout à fait dans la ligne de l'approche dite « avancée » de Bâle II qui repose quant à elle sur des notations internes. S'agissant des gestionnaires d'actifs, une règle de base est qu'ils ne doivent pas acheter des titres qu'ils n'ont pas la capacité d'analyser en interne, même si ceux-ci ont reçu la notation la plus élevée : l'appréciation du risque de crédit fait partie intégrante de la décision d'investissement.

Dans un tel schéma où la responsabilité d'évaluer le crédit reviendrait d'abord et avant tout aux intermédiaires financiers, rien n'empêcherait bien sûr que

ceux-ci mutualisent certains coûts ou recourent à des expertises externes pour les aider à construire leurs modèles. Cela serait d'ailleurs un bon moyen de favoriser la concurrence et l'émergence de nouveaux acteurs dont le *business model* se différencierait – sans s'y substituer – de celui des agences de notation : il s'agirait de fournir des services sur-mesure et facturés aux investisseurs plutôt qu'aux émetteurs, ce qu'il n'est guère possible de faire dans le cas de la notation externe fournie par les agences ⁵.

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

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

Notes

1. On se retrouve ainsi dans une situation du même type que celle mise en évidence par l'économiste Robert Lucas dans sa

célèbre critique de l'utilisation des modèles macroéconométriques à des fins de politique économique.

2. Il est parfois avancé que la notation financière constitue un bien public, et donc que sa fourniture devrait être strictement réglementée ou confiée à une agence gouvernementale. Cet argument serait justifié si la notation consistait seulement à collecter et à mettre à disposition des informations. Mais elle exige aussi d'interpréter ces informations et de fournir des opinions prospectives à partir de celles-ci. Or, il serait tout à fait erroné, et même dangereux, d'assimiler aussi ce deuxième niveau d'activité à un bien public. Par comparaison, c'est un peu comme si l'on considérait que les prévisions macroéconomiques devaient être confiées à un monopole public, au même titre que l'élaboration des comptes économiques nationaux.

3. Outre la critique de Lucas déjà mentionnée, on retrouve ici la « loi de Goodhardt » (initialement énoncée à propos des agrégats monétaires) qui stipule qu'un indicateur statistique perd de sa pertinence dès lors qu'il est utilisé comme référence pour atteindre des objectifs.

4. Rapport du Forum de la stabilité financière présenté lors de la réunion des ministres des Finances du G7 le 12 avril 2008.

5. La notation financière externe est un bon exemple de ce que les économistes appellent un marché « biface » où les vendeurs sont davantage incités à payer le service d'intermédiation que les acheteurs.