

LE DROIT, LES AGENCES DE NOTATION ET LA CRISE DU CRÉDIT

BERTRAND DU MARAIS¹

Conseiller d'État, professeur associé de droit, université Paris X-Nanterre

PHILIPPE FROUTÉ²

Chercheur en économie, université Paris X-Nanterre

Cet article présente l'une des causes déjà identifiées de la crise du crédit, le rôle des agences de notation, à travers un aspect souvent méconnu : l'analyse de l'influence du droit sur l'activité de titrisation et, partant, sur les phénomènes déclencheurs de la crise³. Les agences de notation sont en effet critiquées pour la qualité de l'information qu'elles donnent lors de l'évaluation des produits structurés. La question se pose aujourd'hui avec d'autant plus d'acuité que les agences se sont vues conférer, dans le secteur bancaire, un rôle de quasi-régulateur – ou au moins de participation à la régulation – par la convention de Bâle II sur la régulation bancaire. Il convient ainsi d'apporter un éclairage sur la part des facteurs juridiques dans les causes de la crise et, notamment, de la complexité des montages juridiques de titrisation qui en sont à l'origine. Cet article présente également quelques remèdes envisageables pour éviter qu'une telle crise ne se reproduise dans l'avenir.

La crise actuelle, issue des répercussions de la crise des « *subprimes* » américains, se caractérise par un mélange d'aspects classiques et de causes inédites. À l'instar des deux dernières crises financières majeures qu'ont été l'éclatement de la bulle internet et l'affaire Enron, la crise est issue de dysfonctionnements dans la production et la circulation de l'information. Si les agences de notation financière (ANF) se sont trouvées placées au cœur de la tourmente, il s'agit d'un problème plus vaste : une crise de confiance dans l'ensemble du système financier. Cependant, même s'il est encore trop tôt pour parler de crise systémique, les pertes ne cessent de croître ; elles sont estimées globalement

par le Fonds monétaire international (FMI) au début du mois d'avril 2008 à près de 1 000 milliards de dollars dont plus de 500 milliards de ces pertes seraient localisées au sein des banques. On ne reviendra pas sur l'origine de la crise : l'effondrement du marché du crédit immobilier américain après notamment des prises de risque excessives dans un contexte de liquidité surabondante et de taux d'intérêt historiquement bas dont les agents ont mal anticipé le retournement⁴. Les opérations de titrisation sont en effet au cœur de cette crise qui apparaît comme la première véritable crise de la désintermédiation et du transfert de risque hors du système bancaire.

C'est aussi un nouvel exemple du rôle de l'information dans le déclenchement d'une crise financière.

Ainsi, après les analystes financiers, les auditeurs et les conseils comptables, c'est maintenant au tour des agences de notation d'être critiquées pour la qualité de l'information qu'elles donnent lors de l'évaluation des produits structurés. La question se pose aujourd'hui avec d'autant plus d'acuité que les agences se sont vues conférer, dans le secteur bancaire, un rôle de quasi-régulateur – ou au moins de participation à la régulation – par la convention de Bâle II.

Cet article est consacré à la part des facteurs juridiques dans les causes de la crise, en raison de la complexité des montages juridiques de titrisation. En conclusion, il propose quelques remèdes que l'on peut envisager pour éviter qu'une telle crise ne se reproduise dans l'avenir.

Par un avertissement préalable, il faut souligner que cet article n'est pas le fait de spécialistes de la théorie ou de la pratique de la titrisation. Il s'appuie sur les travaux d'une équipe pluridisciplinaire, juristes et économistes, dont l'objet était d'analyser la méthode utilisée par les ANF pour appréhender le facteur juridique dans leur appréciation du risque⁵. Ces travaux ont permis d'identifier, et même de quantifier, les biais que les agences peuvent avoir à l'égard de montages juridiques particuliers, voire à l'égard de systèmes juridiques entiers. Ce faisant, cette analyse a permis de mettre en évidence, de façon presque prémonitoire, certains des facteurs déclenchant de la crise des « *subprimes* » qui ne pouvaient échapper à un opérateur averti.

La crise des « *subprimes* » est aussi une crise de la norme

■ Quelques rappels sur le contexte économique

Il ne s'agit pas ici de s'appesantir sur l'analyse détaillée de l'ensemble des causes de la crise : elle est menée par ailleurs dans le présent numéro. On se

contentera d'insister sur quelques éléments énoncés ci-après.

◆ Le contexte économique et financier...

La crise des « *subprimes* » révèle les problèmes liés à l'évaluation d'innovations financières telles que les produits titrisés. Beaucoup l'analysent comme résultant des excès des offreurs et des demandeurs de prestations financières qui ont voulu tirer avantage d'une période de taux d'intérêt extrêmement bas.

Ces taux bas, longtemps souhaités, ont permis la désinflation mais ont suscité des difficultés à de nombreux investisseurs. Avec la chute des taux, les prestataires de services financiers se sont vus dans l'obligation de trouver des suppléments de rendement pour couvrir certains risques. L'ingénierie financière et la titrisation ont apporté une réponse avec des instruments diversifiés.

Le développement de la concurrence entre opérateurs a ensuite engendré une fuite vers des limites extrêmes : des agents se sont endettés pour acheter des produits déjà basés sur un effet de levier.

◆ ... a créé une demande pour des produits sophistiqués à fort rendement : les véhicules de titrisation

Parmi les nouveaux instruments financiers, les produits titrisés comptent parmi les plus complexes et sont au cœur de la crise.

Une opération de titrisation peut se décomposer en trois étapes : le *pooling* d'un certain nombre d'actifs (des créances comme des factures ou des crédits accordés, par exemple), la structuration en tranches du passif et le découplage du risque de crédit par rapport à l'originateur. Cette opération permet de constituer des « réserves » destinées à absorber les premières pertes d'un portefeuille d'actifs. Il s'agit, en quelque sorte, de rehausser le crédit du point de vue de l'investisseur en diminuant ses pertes potentielles.

Au-delà des aspects purement financiers, la titrisation possède également l'avantage de permettre une meilleure gestion de bilan pour les entreprises. En refinançant le portefeuille de crédit, un cédant peut générer de nouveaux actifs tout en maintenant son bilan à un niveau maîtrisé puisque les actifs sont sortis de son bilan.

Dans ce fonctionnement, les ANF interviennent à la fois en fin de processus et massivement. En effet, elles indiquent à l'investisseur comment le montage juridique réduit le risque de défaut du véhicule ou améliore le taux de recouvrement.

Les modalités juridiques de la titrisation portaient en germe les dérives des « *subprimes* »

■ Les produits issus de l'ingénierie financière et juridique ont atteint un rare degré de complexité

◆ La complexité des normes comptables

Un des éléments majeurs de complexité est que la titrisation n'entraîne pas une totale désintermédiation. Aussi, des engagements hors-bilan de banques ne sont peut-être pas toujours parfaitement appréciés par le marché malgré l'existence de normes comptables comme les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) ou celles introduites par le pilier 3 de Bâle II. La complexité dans ce domaine naît en grande partie des problèmes de transposition de conventions comptables internationales comme le *cash équivalent* qui peut être déduit de la dette. Ces questions, très concrètes, attirent l'attention sur le poids des conventions. Le processus d'intégration des innovations procède par tâtonnements en se référant le plus possible à l'existant et en introduisant quelques variations. Au sein de la chaîne du risque, trop d'attention portée aux détails des variations a

peut-être *in fine* conduit à la défiance envers la totalité du système dont personne n'a considéré la cohérence d'ensemble.

◆ La complexité de l'information purement juridique

La documentation juridique joue un rôle particulier dans les marchés financiers. Sa raison d'être est la standardisation des contrats afin d'en assurer la négociabilité. Une certaine part de flexibilité dans les contrats est néanmoins conservée pour permettre les innovations financières. La documentation juridique des CDO (*collateralized debt obligations*), et globalement des produits structurés, est à la fois standard et flexible. Cette particularité se traduit par une grande diversité des contrats.

Une autre particularité des contrats de *cash* CDO est leur « volumétrie ». Ils comprennent régulièrement plus de quatre cents pages. Leur taille renvoie à la complexité des montages financiers mais également aux pratiques juridiques. À l'échelle mondiale, les deux principaux droits régissant la titrisation sont les droits d'Angleterre et de l'État de New York. Ces derniers préconisent une certaine course à l'exhaustivité. Contrairement aux marchés de dérivés classiques, les associations professionnelles n'ont pas développé de contrats-cadres standardisés équivalents à ceux de l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). Aussi, d'un cabinet d'avocat à l'autre, le contrat différera non pas dans les grandes lignes mais dans les détails, selon un processus incrémental d'intégration des innovations. Ce processus conforte alors des biais qui peuvent être structurels.

Le problème se pose quand surviennent des divergences d'interprétation des clauses. En effet, par exemple les cours de l'État de New York et de Londres divergent en matière d'interprétation des contrats sur produits dérivés. Ainsi, à l'heure actuelle, personne ne peut déterminer si la documentation juridique est vraiment efficace car elle n'a pas encore été utilisée dans le cadre de procès, les conflits ayant toujours été résolus par la médiation.

Ces situations créent un besoin d'information auquel les ANF ont apporté une réponse dont la crise actuelle a montré les limites.

◆ Le rôle majeur et officiel des agences de notation

Les ANF, maillon essentiel des opérations de titrisation, font figure de bouc émissaire car elles n'ont pas prévenu la crise.

Cette situation résulte en grande partie de l'existence d'une ambiguïté sur leur statut. Historiquement, les ANF rassemblaient aux États-Unis des journalistes financiers ayant accumulé des statistiques importantes sur les emprunts d'État américains. Pour développer la désintermédiation, dans les années 1970, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) a créé des acteurs d'un genre nouveau en instaurant le statut de NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) sans lequel aucune agence ne peut fonctionner sur le marché américain, ni avoir une visibilité dans le monde. Cela a aussi été vrai en Europe. Les agences ont été invitées en France dans les années quatre-vingts lorsque le gouvernement a souhaité placer sa dette à l'étranger. Pour bénéficier de conditions favorables, il fallait être noté. Le rôle des ANF était ainsi principalement d'émettre des opinions, des analyses et des mesures de risque de crédit.

En France, le législateur est ensuite intervenu pour soumettre à une obligation de notation tout titre émis par un véhicule de titrisation français (les Fonds communs de créances, FCC) faisant l'objet d'un appel public à l'épargne. Selon l'article L. 214-44 du Code monétaire et financier⁶, un FCC doit, lors du placement ou de la cotation de ses parts, pouvoir produire une note établie par une agence. Le texte précise que le document devant être annexé à la note d'information doit être établi par un organisme figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'Économie après avis de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Or, les seuls organismes habilités par arrêté ministériel⁷ sont les trois grandes ANF américaines : Fitch Ratings, Moody's et Standard & Poor's.

Ainsi, l'émission de parts d'un fonds commun de créances dans le public, dans le cadre d'une opération de titrisation, est l'une des rares opérations soumises à l'obligation de notation. Toutefois, une démarche similaire, mais cette fois-ci facultative, a été prévue dans le règlement Euronext (art. P-1-1-38) : Euronext peut en effet exiger, à l'appui de toute demande d'admission aux négociations de titres de créance, la production d'une notation délivrée par une agence agréée (c'est-à-dire l'une des trois grandes agences).

L'AMF a la possibilité de « demander la notation de l'émission par une agence spécialisée dans les cas d'examen d'un prospectus d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou d'émission d'instruments financiers comportant un élément constitué des titres de créances » notamment lorsqu'il est envisagé une large diffusion au public de ces instruments financiers⁸.

Par ailleurs et paradoxalement, avec Bâle II, le rôle des agences s'est accru dans le domaine de la réglementation bancaire au fur et à mesure de l'apparition de crises sur les marchés désintermédiés, alors même que leur rôle est critiqué. Leur méthodologie n'est également pas exempte de critiques.

■ Les limites méthodologiques de la notation du risque juridique

◆ Le caractère biaisé et incrémental de la notation

Alors que les facteurs juridiques se révèlent primordiaux lors d'une opération de titrisation, on a pu mettre en évidence un manque de fondements analytiques solidement étayés à travers l'exemple du biais des agences à l'encontre du droit français.

Ainsi, en prenant comme exemple l'appréciation que les agences font de l'utilisation du droit français pour la titrisation, on constate leur double biais pour :

- des montages conformes, voire réalisés en droit de *common law* ;
- des montages en droit français s'appuyant sur des dispositions textuelles plutôt que sur des jurisprudences, même bien établies.

Ce double biais peut d'ailleurs être cumulatif. En outre, pour les produits récents, les modèles utilisés ne sont pas pertinents puisque les agences ont une démarche incrémentale, en se fondant principalement sur les précédents.

Ce type de raisonnement produit plusieurs conséquences. La « préférence pour les textes » des agences contribue, toutes choses égales par ailleurs, à l'inflation normative dont se plaignent souvent les opérateurs eux-mêmes, voire les pouvoirs publics ⁹. Surtout, certains montages ou solutions élaborés en droit français ne sont pas considérés comme garantissant suffisamment la transaction. Ils donnent donc lieu à une note inférieure, ce qui conduit – en pratique – les émetteurs à les écarter. Pour l'un des ratios de l'une des trois agences, *ce biais défavorable s'élève en moyenne à un « notch »* (une position dans l'échelle de notation) ¹⁰.

◆ Une fabrication presque artisanale de la note

L'opération de structuration du passif nécessite une notation *a priori* pour savoir à quelle classe d'investisseurs s'adresse telle ou telle catégorie de titres, voire simplement les admettre à la cotation.

Ces procédures ne paraissent pas très rigoureusement structurées. En interne, la notation laisse une large place à l'appréciation, à la négociation interne entre des agents dont la compétence technique n'est pas en cause mais qui sont en nombre restreint. L'acceptation d'un montage s'obtient par discussion et persuasion entre l'agence, l'émetteur et son conseil – les agences se fondent en effet sur la *legal opinion* du conseil *de l'émetteur*. Du point de vue général, la doctrine sur la validité de tel ou tel montage s'élabore alors entre un tout petit nombre de professionnels, au sein des agences et de quelques cabinets d'avocats de la place, sans que des critères objectifs et des procédures d'appel devant des tiers indépendants semblent établis à l'avance.

On a donc simultanément une concentration des opérations de titrisation entre quelques grands établissements financiers, quelques cabinets d'avocats

et les trois agences. Pour celles-ci, la notation des produits structurés a d'ailleurs pu représenter jusqu'à la moitié de leur chiffre d'affaires. L'émetteur se trouve alors dans une situation de face à face avec les agences d'autant plus déséquilibrée que les informations données doivent rester confidentielles.

Pour le juriste habitué au débat public contradictoire, et plus encore au caractère collégial du délibéré – voire à la théorie des apparences en matière d'impartialité –, ou pour l'économiste enclin à la formulation mathématique et au constat statistique, tous mécanismes qui ont pour effet de favoriser l'impartialité et de réduire l'arbitraire, les procédures internes suivies par les trois ANF peuvent surprendre compte tenu de l'effet clairement pénalisant de ces jugements de valeur ¹¹.

Elles ont en tous cas produit trois conséquences :
- la limitation de l'innovation financière puisque le processus incrémental engendre beaucoup d'inertie ;
- la création d'un conflit d'intérêt pour les agences ;
- et donc la perte de la qualité critique de leur évaluation, puisqu'elles deviennent « co-arrangeurs ».

Transparence et régulation : comment améliorer la notation du risque juridique ?

■ La crise est intervenue trop tôt pour que la réglementation des agences ait pu prouver son efficacité

Avant même la crise, l'évolution était à un renforcement de la réglementation relative aux agences de notation. En particulier, les États-Unis ont adopté le *Credit Rating Agency Reform Act* en 2006, dans un contexte habituellement rétif à la réglementation, et alors que l'étendue de la compétence du régulateur est l'objet d'un débat constitutionnel récurrent. Du point de vue international, le nouveau rôle conféré aux agences en matière de régulation bancaire par

Bâle II, s'il renforce leur influence, les fait également entrer dans un domaine extrêmement réglementé, ce qui conduira sans doute à terme à les encadrer encore davantage. Il reste que, à la date de rédaction du présent article, cette régulation apparaît encore relativement souple.

■ Réglementer le statut des agences, leur rôle ou leurs méthodes ?

Le débat s'est beaucoup organisé autour de deux pistes principales de réforme. Certains préconisent de réduire la fonction régulatrice des agences car celle-ci déresponsabilise les intermédiaires et les investisseurs alors que l'évaluation est par nature sujette à erreur. D'autres sont plutôt en faveur d'une réglementation accrue du statut et des conditions d'exercice des agences.

Face à ces questions, les positions des deux régulateurs français sont convergentes. C. Noyer (Banque de France) et M. Prada (AMF) ont préconisé une augmentation de la transparence des pratiques des agences sans toutefois se prononcer sur la méthode même de la notation. Ils sont tous deux favorables au développement d'indicateurs sur la volatilité et la liquidité des actifs notamment dans le domaine particulier des financements structurés afin de permettre une meilleure comparabilité des produits qui aille au-delà de l'estimation du risque d'insolvabilité¹². Ces points ont d'ailleurs été repris par le Forum de la stabilité financière (FSF)¹³.

Sans nous prononcer sur ces pistes, qui sont analysées par ailleurs, deux autres pistes complémentaires pourraient être également explorées :

- d'une part, la régulation de la notation pourrait être améliorée en modifiant le régime de responsabilité des agences de notation ;
- d'autre part, leur méthodologie pourrait être plus transparente.

■ Responsabiliser les agences

Certes, les mécanismes de marché, comme la réputation, peuvent être dissuasifs et encadrer le

comportement des agences de notation. Néanmoins, force est de constater que l'univers des agences est un univers où, d'un point de vue juridique, la responsabilité est très largement absente. Aux États-Unis, les ANF sont protégées par le premier amendement de la constitution sur le *free speech*, la liberté de la presse. Il est donc quasiment impossible de mettre en jeu leur responsabilité sauf à prouver que les agences agissent avec une intention de nuire.

La situation diffère en France et en Europe : les ANF tomberaient sous le principe de l'article 1382 du Code civil. Pour engager leur responsabilité, il faut que soient réunies trois conditions : une faute, un dommage et un lien de causalité¹⁴.

Le lien de causalité est facile à montrer. Par exemple, de nombreux investisseurs institutionnels ne peuvent acheter que des produits notés triple A ou sont spécialisés dans les produits du rang d'*investment grade*. Ils sont par conséquent tributaires des notations émises.

En ce qui concerne le dommage, la jurisprudence est divisée quant à son estimation. Pour certains, il convient de considérer la perte effectivement subie, tandis que pour d'autres, il convient d'y ajouter également la perte d'opportunité.

La principale difficulté pour respecter les conditions d'application de l'article 1382 consiste à prouver l'existence d'une faute. Il faut dans un premier temps que l'émetteur ne rembourse pas, ce qui est assez rare. Il faut ensuite prouver que l'agence a commis une faute dans l'évaluation.

Cette difficulté pour faire jouer les règles de responsabilité dans le cadre des ANF conduit certains juristes à envisager la création d'un statut pour les agences qui permettrait notamment aux autorités publiques comme l'AMF en France ou la SEC aux États-Unis de prononcer des sanctions administratives, voire tout simplement de les blâmer publiquement, ce qui pourrait avoir un impact incitatif très fort.

Au-delà de la modification du droit régissant l'activité des agences, il faut s'interroger sur l'amélioration de leurs méthodes internes.

■ Améliorer les méthodes de notation du risque juridique

Un certain degré de supervision sur la méthodologie, et sa transparence, paraît souhaitable. Cela permettrait d'améliorer la situation d'autorégulation actuelle si les acteurs publics et privés des marchés financiers ne souhaitent pas instaurer une régulation impérative.

En premier lieu, les ANF utilisent de façon non négligeable des indicateurs produits par ailleurs. Cela est logique et correspond à une division normale du travail. Or, la rigueur et la qualité de certains de ces indicateurs synthétiques, en particulier dans le domaine de l'appréciation de la qualité du droit et des institutions, prêtent encore beaucoup à la critique. Ils mériteraient donc un audit rigoureux et public, compte tenu de leur impact potentiel sur la note finale¹⁵.

En second lieu, l'amélioration de la transparence de la méthodologie pourrait résulter de la multiplication des observateurs de la notation, en favorisant la recherche sur ces questions, le débat public, ainsi que la formation académique à ses enjeux. Il s'agirait en quelque sorte de « noter les notateurs »¹⁶. En outre, il faut multiplier les processus d'échanges, à la fois neutres, indépendants et publics, entre les différents acteurs, et notamment entre les ANF et les juristes (magistrats, avocats et juristes d'entreprises ou académiques). L'objectif serait d'obtenir une formulation la plus objective possible de la doctrine juridique des ANF, un peu sur le mode des « conférences de consensus » médicales ou des « protocoles de mise sur le marché » en matière pharmaceutique.

C'est sans doute à ce prix que l'ensemble de la communauté financière pourra, face à cette potion parfois amère, mais souvent indispensable, s'assurer de l'innocuité de la notation financière.

Notes

1. bertrand.du_marais@u-paris10.fr

2. philippe.froute@gmail.com

3. Cet article reprend et développe la présentation faite à Paris

le 12 décembre 2007 lors de la conférence sur « Les agences de notation et la crise du crédit : faux procès et vrais débats » dans le cadre du cycle de conférences organisées par B. du Marais au Cercle France-Amériques sur « L'attractivité économique du droit – Regards croisés franco-américains ». Cette conférence était soutenue par l'institut Presaje, FIDES – Université Paris X Nanterre, ainsi que par Ernst & Young. Voir le verbatim : <http://www.presaje.com/>

4. La Fed a en effet relevé seize fois son taux directeur entre les mois de juin 2004 où il avoisinait 1 % pour se stabiliser à 5,25 % en juin 2006. Suite à la crise, la Fed a ramené ce taux à 3,5 % en janvier 2008.

5. Voir l'article de du Marais B., Conac P-H., Piquemal A., de Vauplane H., Besson F., Frouté P., Suel E., « Le droit et la note », publié dans l'ouvrage de du Marais B. (dir.) : Agences de notation, immobilier et contrats publics. Contributions sur l'attractivité économique du droit, Paris, La Documentation Française, 2007, 258 p.

6. Disposition modifiée par l'article 65, 1°, de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003, ancien art. 36 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988.

7. Arrêtés du 31 décembre 1992 (J. O. du 6 janvier 1993).

8. Ancien art. 16 du règlement COB n° 98-01 homologué par arrêté ministériel du 22 janvier 1999 ; nouvel article 212-35 du règlement général de l'AMF, homologué par arrêté du 1^{er} septembre 2005.

9. Rapport du Conseil d'État pour 2006, EDCE, « Sécurité juridique et complexité du droit », spéc. p. 234 (sur l'inflation normative).

10. Voir Frouté P. : « La prise en compte du droit des défaillances d'entreprises par les agences de notation », in Du Marais et al, op cit, 2007, pp. 94-112.

11. Dondero B., Haschke-Dournaux M. et Sylvestre S., « Les agences de notation », Actes pratiques, Sociétés, nov.-déc. 2004, p. 7 ; voir également C. A. Hill, « Regulating the rating agency », p. 7.

12. Voir les discours, lors de la conférence du 12 décembre 2007, de Michel Prada : http://www.cob.fr/documents/general/8073_1.pdf et de de Christian Noyer : http://www.banque-france.fr/fr/institut/discours/discours_2007.htm

13. FSF « *Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence* », 6 mars, 2008, 27 p. disponible à l'adresse suivante : <http://www.fsforum.org>

14. Voir Conac P-H : « *La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français* », in du Marais B. et al., *op. cit.*, 2007, pp. 83-89.

15. voir du Marais B., (dir.), *Des indicateurs pour mesurer le droit ?*, Paris, *La Documentation française*, 2006, 153 p.

16. *Comme nous avons commencé à le faire en ce qui concerne les indicateurs de qualité du droit et des institutions, à travers les séminaires « Measuring Law »* : <http://economix.u-paris10.fr/fr/activites/ws?id=52> et <http://economix.u-paris10.fr/fr/activites/ws?id=23>