

LE TEMPS

finance Lundi 17 mai 2010

Trop puissantes et opaques? Les agences de rating se défendent

Par Jean-Pascal Baechler

S & P, Moody's et Fitch: le système de notation repose sur trois sociétés privées. Celles-ci sont de nouveau sur la sellette depuis la panique créée par la dégradation de la notation de la Grèce, qui est passée en catégorie spéculative. Cependant, les grandes agences se défendent et disent avoir tiré les leçons de leurs erreurs

Les agences de notation sont de nouveau sous le feu de la critique, depuis la dégradation fin avril par Standard & Poor's (S & P) de la note de la Grèce, passée en catégorie spéculative. Les jours de panique qui ont suivi ont forcé les autorités européennes à s'entendre dans l'urgence sur un plan de 750 milliards d'euros. Aux yeux de leurs contempteurs, ce rôle néfaste de ces certificateurs fait écho à leurs erreurs de jugement sur les hypothèques «subprime» aux Etats-Unis. Ou sur la solidité financière d'Enron et de Lehman Brothers.

La pression n'est pas près de se relâcher. Début mai, la justice a donné son feu vert aux poursuites du fonds de pension public Calpers contre S & P et Moody's. Le Sénat américain a adopté jeudi un texte introduisant une supervision plus serrée de leur notation, notamment dans la titrisation.

«Mis à part dans le «subprime» américain, les statistiques de défaillance en fonction de la notation sont excellentes, y compris dans les autres domaines de la titrisation», défend pourtant Carol Sirou, présidente de S & P en France. Pour elle, les ratings de l'agence tiennent leurs promesses. «La probabilité qu'un émetteur noté dans la qualité investissement fasse défaut dans les cinq ans après l'octroi de la note est de 1,2%. Elle est de 17,9% pour les émetteurs notés dans la partie spéculative.»

Au cœur du système

Les appels à une réforme des procédures de notation – voire la création d'une agence européenne – n'en ont pas moins refait surface.

Situées au cœur du système financier, les trois agences privées – S & P, Moody's et Fitch – sont jugées trop grandes, trop puissantes et trop opaques. La Banque centrale européenne s'appuie, par exemple, sur leurs «ratings» pour définir quels titres elle accepte en garantie. Aux Etats-Unis, elles font partie de la liste d'agences reconnue par les autorités pour être utilisées à des fins réglementaires. Dans la réassurance, la baisse d'une notation peut motiver la résiliation anticipée d'un contrat.

Les agences de notation évitent de répondre trop directement aux attaques. Mais elles défendent leur travail et disent avoir tiré les leçons de leurs erreurs. Fitch indique suivre scrupuleusement l'évolution des exigences réglementaires. Dans un rapport publié l'automne dernier, Moody's souligne que la transparence et les processus de notation ont été améliorés. Chez S & P, les scénarios impliqués dans une notation sont maintenant explicités de manière plus directe et les tests de stress ont été renforcés. «Pour mériter un AAA, il faut pouvoir résister à une crise du type de celle de 1929», précise Carol Sirou.

«Nous avons tiré les leçons»

La critique la plus fondamentale reste cependant la façon dont ces sociétés privées gagnent leur vie, et les conflits d'intérêts que cela pourrait entraîner. Le Forum de la stabilité financière avait sévèrement critiqué il y a deux ans leur fonctionnement dans la notation de crédits titrisés, un domaine marqué par des conflits d'intérêts et des méthodologies déficientes. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO), qui réunit les gendarmes des marchés, a revu dans la foulée son code de conduite pour ces organismes.

Depuis les années 1970, les services de «rating» des grandes agences sont payés par les émetteurs. Pour accéder au marché des capitaux, ceux-ci sont, de fait, obligés d'en passer par là. Auparavant, les notes étaient payées par des abonnés à des catalogues de ratings.

Les agences de notations défendent cependant le financement par les émetteurs. Il y a un an, devant la SEC américaine, S & P faisait valoir que cela assure qu'un maximum d'obligations soient notées et facilite les levées de fonds, en particulier par les nouveaux venus sur le marché. Moody's relevait pour sa part que les conflits d'intérêts peuvent aussi exister lorsque les abonnés financent la notation: par exemple, des vendeurs à découvert ont intérêt à encourager des abaissements de note pour pouvoir parier contre les émetteurs concernés. Enfin, les agences disent craindre de trop dépendre de quelques puissants abonnés.

Selon Carole Sirou, l'indépendance des jugements est soumise à des règles internes très strictes. De plus, chez S & P, les changements de notation sont des décisions collégiales, la rémunération des analystes ne dépend pas des volumes d'affaires et la rotation des équipes est obligatoire. Enfin, l'intérêt des agences, selon Carol Sirou, est d'être crédibles: sinon, aucun émetteur n'aurait intérêt à payer pour un rating.

Un avis parmi d'autres

Il reste que l'exactitude des notations est souvent critiquée. De nombreux gérants de fonds obligataires disent ne pas les prendre en compte. Il n'est pas rare d'ailleurs que les prix du marché divergent sensiblement de ce qu'elles impliqueraient, ce qui pousse certains à dire que les agences sont toujours en retard. Pour Carol Sirou, l'observation vaut aussi dans l'autre sens. Avant la crise, les marchés étaient par exemple beaucoup plus confiants quant à la solidité financière de la Grèce que S & P.

Quant à la manière dont l'agence a annoncé la dégradation de la note hellène, peu avant la fermeture des marchés, Carol Sirou rappelle que la politique reste de publier de telles décisions le plus rapidement: «Celles-ci s'adressent aux marchés obligataires, qui fonctionnent 24 heures sur 24; si nous les retenions, nous ne ferions plus notre métier.» En outre, il s'agit d'informations sensibles et le risque de délit d'initié serait trop important. L'émetteur lui-même est informé quelques heures avant la divulgation. Cela lui laisse le temps de réagir à des erreurs factuelles, de demander une correction du commentaire pour éviter la publication d'informations confidentielles. Ou de faire recours.

Somme toute, Carol Sirou rappelle qu'une notation n'est qu'un avis parmi d'autres. «Chacun devrait se forger sa propre opinion.»