

Pourquoi des agences de notation ?

Pierre-Cyrille Hautcoeur (Ecole des hautes études en sciences sociales, Ecole d'économie de Paris)

Au 19^e siècle, le financement des chemins de fer entraîne l'essor du marché des obligations privées, premières dettes privées à disposer – grâce à l'ampleur des montants empruntés – d'un grand marché secondaire. Mais si la liquidité peut rassurer les épargnants, ces derniers n'ont aucun contrôle sur les emprunteurs - hormis les recours prévus en cas de défaut.

Plusieurs solutions s'esquissent pour mieux les informer sinon les protéger. La première est l'information que la législation oblige les emprunteurs à fournir. Longtemps, elle reste très pauvre. En France, le Code de commerce impose la publication au Tribunal de commerce des statuts des sociétés et de leurs modifications (ainsi que des faillites). Mais il s'agit de protéger les créanciers des commerçants, pas de fournir une information détaillée sur des entreprises complexes encore en gestation. Il faudra attendre 1907 pour que les comptes des sociétés désireuses de recourir à l'épargne publique soient publiés au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO). Ils restent peu compréhensibles jusqu'à la Seconde guerre mondiale en l'absence de normes comptables unifiées.

Une presse financière se développe aussi grâce au rail, en Angleterre et aux Etats-Unis, puis en France. Cependant, le *Journal des chemins de fer* créé en 1842 est repris en 1848 par deux banquiers bordelais, Jules Mirès et Moïse Millaud ; la *Semaine financière* et le *Journal des actionnaires* sont contrôlés respectivement par les Rothschild et les Péreire : les banquiers, soucieux de la propagande autour des émissions qu'ils organisent, ont les moyens d'acheter les journaux. La multiplication des titres à partir des années 1870 reflète donc aussi les rentes disponibles pour des journalistes peu scrupuleux. Lorsque l'Empire tsariste emprunte sur le marché parisien, un diplomate russe évoque « l'abominable vénalité de la presse française ».

A cette époque, c'est donc plus la réputation des banques d'affaires que l'information publique qui permet de placer les titres. Rothschild, après ses grands succès des années 1820 sur les dettes publiques étrangères, est réputé vendre des titres de qualité. Il en est de même en Angleterre pour Baring. Au tournant du 20^e siècle, J.P. Morgan gagne ses galons aux Etats-Unis lors de la vague de fusions qui affecte compagnies de chemins de fer en faillite puis la grande industrie.

Plus indépendante aux Etats-Unis, l'information financière est aussi de meilleure qualité. Henry Varnum Poor publie dans l'*American Railroad Journal* bilans, chiffres d'affaires et cours de bourse, et lance en 1868 le *Poor's Manual of the Railroads of the United States*, un volume annuel d'information détaillée sur les compagnies. John Moody est le premier en 1909 à synthétiser l'information de tels manuels en notes permettant aux épargnants de choisir le degré de risque des obligations qu'ils achètent. Après la mort de Poor en 1905, son entreprise produit à son tour des notes à partir de 1916. En 1941, elle fusionne avec la Standard Statistics pour former Standard & Poor's. Avec Moody's et Fitch, « S&P » domine le marché de la notation depuis cette époque.

La concentration de ce marché n'est pas surprenante tant la collecte et l'analyse d'information suscitent économies d'échelle, surtout lorsque les acheteurs attendent des comparaisons entre les émetteurs pour faire leurs placements. Mais les agences de notation restent des acteurs secondaires dans un monde encore dominé par les banquiers. C'est la crise de 1929 qui les met en position centrale, comme le montre Norbert Gaillard dans ses recherches récentes¹.

La dépression est aux Etats-Unis imputée aux banquiers, qui auraient entretenu la spéculation boursière et pris des risques inconsidérés avec l'épargne des déposants ruinés par la chute de la bourse (près de 80% entre 1929 et 1933) et la faillite d'un tiers des banques entre 1930 et 1933. Accusées de conflits d'intérêt, les banques sont soumises à une réglementation stricte. Pour juger de la prudence des placements des banques, un rôle quasi-officiel est donné aux agences de notation : leurs notes sont utilisées pour définir (en septembre 1931) quels titres peuvent être inscrits au bilan des banques à leur valeur faciale puis (en 1936) quels titres elles ont le droit de détenir.

Cette confiance est-elle due à la qualité de l'information fournie jusque là par les agences ? Oui et non. Au début de la crise, elles tardent à dégrader les notes de nombre d'emprunteurs bientôt défaillants. Les études rétrospectives montrent que si leurs notes sont bien corrélées à des risques différents, elles ne sont pas supérieures au marché pour prédire les défauts – le marché distingue aussi les obligations peu risquées des autres, en exigeant un rendement supérieur. Les agences contribuent ainsi à la formation des prix de marché, mais sans justifier une position éminente officielle. En revanche, elles sont exemptes de conflits d'intérêt car leur rémunération provient de la seule vente de leurs listes de notes. Elles dépendent de la satisfaction des investisseurs et non des émetteurs. Les banques d'affaires, elles, sont soupçonnées de placer n'importe quel titre du moment qu'elles touchent une commission – un soupçon pourtant moins justifié à l'époque qu'aujourd'hui.

¹ En particulier : *Les agences de notation*, La Découverte, 2010

Le rôle des agences sera encore renforcé après 1973 quand la Securities and Exchange Commission (SEC) utilisera leurs notes officiellement. C'est alors pourtant qu'elles cessent de vendre leurs notes aux investisseurs pour faire payer les émetteurs, au risque de trop bien noter ces derniers. De fait, lors du scandale Enron comme lors de la crise des *subprimes*, c'est moins leur compétence que leur honnêteté qui est mise en cause – avec celle de grands cabinets d'audit jugés complices.

Malheureusement, aucune institution ne semble être en mesure aujourd'hui de fournir des évaluations indépendantes des emprunteurs. On peut éviter de leur accorder trop de confiance – et surtout un rôle officiel immérité – on doit diversifier l'information économique, mais on ne peut pas s'en passer.

Chronologie

1868 Première parution du *Poor's Manual of the Railroads of the United States*.

1909 Création de Moody's, première agence de notation

1941 Fusion de Poor's et de Standard Statistics en Standard and Poor's

1931 l'Office of the Comptroller of the Currency autorise les banques à évaluer à leur valeur faciale les titres des administrations publiques américaines et ceux qui bénéficient des quatre meilleurs niveaux de notation de la part des agences.

1973 Définition du rôle prudentiel des notes des « principales agences de notation » par la Securities and Exchange Commission.

2001 Faillite d'Enron et dissolution d'Arthur Andersen

2008 Scandale des subprimes