



**Association Française
des Docteurs en Droit**



Dans le cadre du cycle 2007-2008 des conférences sur
l'attractivité économique du droit - Regards croisés franco-américains
avec la participation de l'Université Paris X-Nanterre et le soutien de



COLLOQUE

*« Les agences de notation et la crise du crédit :
faux procès et vrais débats »*

Mercredi 12 décembre 2007



Les salons du Cercle France-Amériques



Discours de bienvenue de Jean-Luc FOURNIER, vice-président trésorier du Cercle France-Amériques

A l'initiative de l'**Institut PRESAJE**, du **FIDES-Université Paris X-Nanterre**, de l'**Association française des docteurs en droit**, et avec le soutien d'**ERNST & YOUNG**, ce colloque s'est tenu de 17 heures à 20 h 30, dans les salons du Cercle France-Amériques.

- **M. Eric BESSON**, secrétaire d'Etat auprès du Premier Ministre chargé de la prospective et de l'évaluation des politiques publiques, a ouvert le Colloque.
- **M. Bertrand du MARAIS**, conseiller d'Etat, professeur associé à l'Université Paris X-Nanterre, a introduit les débats.

Lors de la session de clôture, ont pris la parole :

- **M. Michel PRADA**, président de l'AMF et du comité technique de l'OICV ;
- **M. Christian NOYER**, gouverneur de la Banque de France et membre du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Entre ouverture et clôture, deux tables rondes ont donné lieu à des échanges particulièrement denses.

1^{ère} table ronde : « quels dysfonctionnements dans la chaîne du risque ? »

Président :

- **M. Philippe LAGAYETTE**, président directeur général JP Morgan Chase Bank

Membres :

- **M. Michel AGLIETTA**, professeur d'économie à l'université Paris X-Nanterre
- **M. Sylvain de FORGES**, directeur des opérations financières de Véolia-Environnement
- **M. Thierry FRANCO**, chef du Service du financement de l'économie - DGTPE
- **Mme Catherine GERST**, Managing Director EMEA, Financements structurés - DBRS
- **M. Christian RABEAU**, Directeur des gestions - AXA Investments Managers- France
- **M. Hubert de VAUPLANE**, directeur juridique de Calyon



2ème table ronde : « transparence, concurrence et régulations ? »

Président :

- **M. Christian MOUILLON**, associé, directeur général Europe du Sud – Ernst & Young

Membres :

- **M. Pierre-Henri CONAC**, professeur de droit à l'Université de Luxembourg
- **M. Olivier GARNIER**, directeur général adjoint de SGAM ; membre du CAE
- **M. Marc LITZLER**, directeur général de Calyon
- **M. Gérard RAMEIX**, secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers (AMF)
- **Mme Barbara RIDPATH**, Executive Managing Director, Head of Ratings - Europe - Standard & Poors (Londres)



(Les débats sont ouverts à 17 heures 17.)

M. Jean-Luc FOURNIER.- Monsieur le Ministre, messieurs les Présidents, mesdames et messieurs, chers amis, nous sommes très honorés de vous accueillir en cette fin d'après-midi dans les salons du Cercle France-Amériques créé en 1909 par Gabriel Hanotaux afin de renforcer les liens d'amitié entre la France et les Etats-Unis et l'ensemble des pays du continent américain.

Lieu de dialogue et d'échanges, France-Amériques organise de nombreuses conférences, en particulier sur l'attractivité économique du droit.

Dans le cadre de ces conférences, nous vous proposons aujourd'hui d'examiner un sujet brûlant d'actualité : la crise du crédit et le rôle des agences de notation.

Pour fixer les idées, il est important de rappeler que la crise des *subprime* américains a entraîné une perte estimée entre 400 et 500 milliards de dollars, dont environ 100 milliards ont été à ce jour localisés.

Cette conférence est organisée conjointement par le Cercle France-Amériques, l'institut PRESAJE et l'Association Française des Docteurs en droit.

Je tiens à remercier tout particulièrement mes amis Alain BENON, administrateur délégué de l'institut PRESAJE et Bertrand du MARAIS, conseiller d'Etat et conseiller auprès de M. Eric BESSON, qui ont mis toute leur énergie pour l'organisation de ce colloque. Je pense qu'ils ont réussi leur pari, car plus de 200 personnes se sont inscrites ce soir.

Je voulais également remercier ERNST & YOUNG qui a apporté son soutien logistique et qui est représenté par son directeur général M. Christian MOUILLON.

Monsieur Bertrand du MARAIS vous présentera tous nos invités qui interviendront dans ce colloque, dont le modérateur sera le président Michel ROUGER, Président de l'institut PRESAJE, qui aura la lourde tâche de faire respecter les temps de parole.

Je ne serai pas plus long. C'est un auteur, un honneur, monsieur le Ministre, de vous accueillir en cette fin d'après-midi à France-Amériques pour l'ouverture de ce colloque.

Je sais que vous ne pourrez malheureusement rester avec nous, compte tenu de votre emploi du temps chargé, après votre intervention. Merci.

(Applaudissements.)

M. Eric BESSON.- D'abord vous dire, monsieur le vice-Président, que j'ai beaucoup aimé votre lapsus à l'instant : "un honneur, un auteur" était un joli lapsus ; je ne sais à quoi vous faisiez référence. *(Sourires.)*

Messieurs les Parlementaires, monsieur le représentant du Gouverneur de la Banque de France, monsieur le Secrétaire général de l'AMF, mesdames et messieurs, c'est un grand plaisir pour moi d'ouvrir ce colloque, dans ce cadre prestigieux.

Lorsque les organisateurs de cette conférence - et notamment Bertrand du MARAIS que vous avez cité - ont souhaité mon intervention il y déjà quelques mois, personne n'envisageait combien elle serait au cœur de l'actualité. J'avais tout de suite donné mon accord et j'ai souhaité marquer mon soutien renouvelé à cette manifestation, car elle me semble correspondre à ce qui devrait se développer plus souvent sur la Place de Paris.

A l'instigation d'un *think tank* comme l'on dit - même si, revenant du Canada et du Québec la semaine dernière, nos amis québécois ne comprennent pas pourquoi nous utilisons des mots anglais ou "franglais" parfois -, donc à l'instigation d'un cercle de réflexion académique et à partir de ses travaux, votre conférence réunit à un très haut niveau l'ensemble des acteurs d'un secteur pour discuter publiquement, avec les pouvoirs publics, de la situation et envisager des pistes d'évolution.

En introduction de vos travaux, je souhaiterais donc faire quelques remarques.

Je voudrais d'abord saluer la démarche innovante qui a présidé à l'organisation de cette conférence.

Je crois savoir que c'est la première conférence publique sur le sujet des agences de notation depuis le début de la crise dite des *subprime* cet été.

Elle a été initiée par ce *think tank*, ce cercle de réflexion académique (le Forum sur les Institutions, le Droit, l'Economie et la Société – FIDES) de l'Université Paris X Nanterre, à partir des travaux menés dans cette Université par différentes équipes pluridisciplinaires.

Cette manifestation et ces travaux montrent tout l'intérêt intellectuel, mais aussi tout l'enjeu politique, au sens plein et noble du terme, de ce mode de coopération entre les milieux universitaires, les décideurs privés et les pouvoirs publics. C'est d'ailleurs la mission de l'un des autres organisateurs, l'institut PRESAJE, que de permettre un tel dialogue entre praticiens du droit et de l'économie.

Cette conférence apporte une preuve supplémentaire du rôle très positif que peuvent jouer de véritables cercles de réflexion pour animer le débat public, comme nous le voyons bien dans certains pays de l'OCDE.

C'est en combinant ainsi réflexion, concertation et débat démocratique que l'on peut obtenir des réformes efficaces.

Le programme de cette manifestation le montre bien, l'ensemble des acteurs de la chaîne privée de production des placements financiers et d'évaluation des risques a montré quelques limites.

Il ne s'agit pas de "diaboliser" les agences, pas davantage d'ailleurs qu'aucun autre acteur en particulier.

Il faut faire porter notre réflexion non seulement sur les agences de notation et leurs responsabilités particulières, mais aussi sur les causes profondes du phénomène que l'on a observé cet été aux Etats-Unis.

A ce titre, nous devons nous interroger sur l'évolution d'une économie fondée sur l'endettement croissant des ménages (130 % du revenu aux Etats-Unis contre 65 % en

France). Du moins, faut-il se demander si cet endettement ne doit pas connaître des limites ou des modalités plus sécurisantes.

Car, en l'occurrence, c'est la volonté de permettre un endettement toujours plus grand de ménages très peu solvables qui a conduit au développement, sans encadrement de la part du pouvoir politique américain, de ces produits à haut risque que sont les "*subprime*".

Bref, il ne faudrait pas que les appels à la responsabilisation des acteurs, nous dispensent d'une réflexion sur la nature des produits inventés par la finance.

On peut s'interroger ensuite sur les mécanismes financiers de couverture des risques qui, tout en diluant le risque, contribuent à le répandre dans toute l'économie. Je veux parler de la titrisation, qui a été inventée pour réduire les risques, mais qui peut aussi les diffuser, les disséminer, et les rendre parfois difficilement détectables.

Ces remarques générales étant faites, j'en viens aux acteurs mêmes du système.

Cette crise est, en effet, dans ses causes les plus immédiates, une crise de l'évaluation : de l'évaluation de la solvabilité des emprunteurs immobiliers américains et plus généralement du risque financier.

Au niveau des agences de notation, plusieurs difficultés ont été mises en évidence :

- ♦ d'abord le financement de l'évaluateur par l'évalué et donc des conflits d'intérêt ;
- ♦ le manque de transparence dans le processus de création de la note ;
- ♦ le changement de rôle des agences, d'une évaluation qui était rétrospective (en notant des entreprises) à une évaluation préalable (le risque d'un produit).

La transparence et l'indépendance dans la production de l'information constituent un enjeu crucial pour les marchés financiers.

Les trois dernières crises financières majeures (la bulle Internet, l'affaire ENRON et cette crise dite des *subprime*) sont issues de dysfonctionnements dans la production et la circulation de l'information.

Après les analystes financiers, les auditeurs et les conseils comptables, c'est maintenant le rôle des agences de notation qui est critiqué. La question se pose aujourd'hui avec d'autant plus d'acuité que les agences se sont vues conférer un rôle de quasi-régulateur avec la convention dite de Bâle II sur la régulation bancaire.

Le rôle de la puissance publique se pose à ce niveau.

Certes, l'enjeu que représente l'information est inhérent aux marchés financiers et la tâche des régulateurs est extrêmement complexe, mais l'autorégulation que l'on invoque rituellement après chaque crise ne peut pas tout. L'Etat se doit de prévenir, notamment pour les actionnaires individuels, ce type d'accident.

Dès le 10 septembre 2007, le Président de la République et la Chancelière Angela MERKEL ont rédigé une déclaration commune visant à encadrer l'activité des agences de notation.

Le Gouvernement a fait connaître trois pistes de réflexions :

♦ Il convient de revoir le Code de bonne conduite international de l'OICV applicable aux agences de notation, et cela en se fixant deux objectifs majeurs :

- Durcir les règles relatives aux conflits d'intérêt ;

- Imposer des standards plus exigeants en matière de contrôle de la fiabilité des informations utilisées par les agences.

♦ Ensuite, pour assurer l'application de règles plus strictes, on peut imaginer que les autorités de marché de l'Union européenne exercent une surveillance des agences de notation. A cet égard, les Etats-Unis se sont déjà engagés dans une politique de contrôle accru des agences par une loi de 2006 ;

♦ Enfin, les pouvoirs publics français souhaitent que les agences évaluent la liquidité des véhicules de titrisation. L'absence de liquidité de certains titres est en effet l'un des facteurs de risque pour les investisseurs.

Cette analyse et l'essentiel de ces propositions sont très largement partagés par nos partenaires aux niveaux international et européen :

- Le G7 a donné mandat au Forum de stabilité financière sur ces sujets en vue de produire un rapport pour avril 2008 ;

- Le Conseil Ecofin du 9 octobre dernier a validé une feuille de route sur les mêmes sujets, en mettant l'accent sur la gestion des risques dans le secteur bancaire. Cette feuille de route, qui a été communiquée au Conseil européen des 18 et 19 octobre, donnera lieu à un rapport intérimaire pour l'Ecofin d'avril 2008.

Comme le suggère le professeur Michel AGLIETTA, on pourrait également envisager que les banques centrales envoient des signaux d'alarme plus tôt, lorsque les prix de tel ou tel actif sont devenus manifestement irrationnels. Il est en effet possible, pour les principaux marchés qui ont des données historiques longues, de calculer de façon relativement fiable des valeurs fondamentales de long terme et d'identifier quand les marchés sortent de l'épure.

Je sens que cela suscite un léger scepticisme de la part d'un grand représentant d'une grande autorité, mais il aura peut-être l'occasion de s'en expliquer dans le colloque. Je lirai avec intérêt sa contribution.

Vous l'aurez compris, le Gouvernement est particulièrement attentif aux effets pouvant naître de la crise des *subprime*. Il est aussi très soucieux de placer la question de la régulation de la finance mondiale sur la place publique.

Son objectif est double :

♦ D'abord éviter que les difficultés, aujourd'hui circonscrites aux marchés financiers - faut-il dire provisoirement circonscrites, je ne le sais pas - n'aient d'influence sur le financement de l'économie et notamment sur celui des PME ;

♦ Ensuite, réfléchir activement à la mise en place d'une régulation qui évite la survenue régulière de ce genre de crises.

C'est dire si le Gouvernement suivra avec intérêt vos travaux, que je souhaite bénéfiques et fructueux.

Vous avez bien voulu, monsieur le vice-président, signaler que, malheureusement et de façon impolie, je le sais, pour l'avoir vécu, qu'un orateur vienne s'exprimer et quitte ensuite sans écouter les suivants n'est pas bien, mais des obligations pèsent parfois sur nos emplois du temps.

Je vous remercie pour votre écoute et vous souhaite une très bonne fin d'après-midi de travail. Merci beaucoup.

(Applaudissements.)

M. Bertrand du MARAIS.- Je vais poursuivre notre séance d'introduction et remercier M. le Ministre Eric BESSON de son intervention ainsi que, pour leur présence, certains parlementaires, le représentant du Gouverneur de la Banque de France, le Secrétaire général de l'Autorité des Marchés Financiers et aussi mes chers collègues, professeurs praticiens et étudiants.

Très brièvement, je voudrais présenter l'étude qui a motivé cette manifestation. En effet, celle-ci était initialement conçue pour présenter et discuter publiquement ses principaux résultats, mais l'actualité nous a malheureusement rattrapés et cette recherche jette, me semble-t-il rétrospectivement, un éclairage pour tout dire prémonitoire sur les événements de ces derniers mois.

Cette étude est d'abord un travail collectif et pluridisciplinaire. Elle a été réalisée par un groupe d'experts réunis dans le cadre du Programme de recherches sur l'attractivité économique du droit que je dirigeais.

Ce groupe était composé de deux professeurs de droit, MM. CONAC et PIQUEMAL, d'un praticien du droit, M. Hubert de VAUPLANE et de moi-même, assistés d'une équipe de doctorants : une juriste (Elisabeth SUEL) et deux économistes (MM. Fabien BESSON et FROUTE). Elle est accompagnée des contributions de deux juristes, MM. BERAUD et MALINVAUD.

L'ensemble est publié dans un ouvrage collectif à La Documentation Française dont je fais évidemment une petite page de publicité.

Nous poursuivions un objectif particulier qui était étudier la façon dont les agences de notation (financières mais aussi non-financières) appréhendent le droit et, plus précisément, identifier un éventuel biais à l'encontre du droit français.

Très classiquement, nous avons mené des entretiens, analysé les textes juridiques, la jurisprudence, la littérature scientifique et aussi procédé à quelques tests économétriques.

Concernant les trois grandes agences de notation financière, j'indiquerai très brièvement nos principaux résultats qui sont les suivants :

D'une part, nous montrons, notamment à travers des études de cas, qu'elles exercent, nous semble-t-il, un double biais :

- en défaveur du droit français par rapport au droit britannique ou américain,
- en défaveur des solutions jurisprudentielles par rapport au droit écrit.

Ceci n'a pas que des inconvénients. Certaines études de cas - nous l'indiquons - montrent que les agences peuvent jouer un rôle très positif en mettant en évidence les contradictions ou les ambiguïtés de notre droit.

Cependant, ce biais est loin d'être négligeable. L'analyse économétrique menée par Philippe FROUTE sur l'un des ratios d'une seule des trois grandes agences quantifie, toutes choses égales d'ailleurs, ce biais à un "*notch*", c'est-à-dire une position dans l'échelle de notation pour le ratio considéré. L'enjeu financier est alors potentiellement considérable. Aux conditions actuelles, cela pourrait représenter entre 40 et 80 points de base.

La situation de la France n'est d'ailleurs pas isolée, comme nous l'indiquons dans le graphique joint dans votre dossier. Tout ceci est un peu difficile à lire, mais en le regardant de plus près ou dans le livre, nous avons fait une espèce de correction en quelque sorte du classement de cette agence par rapport à un état du droit ou un état où il y aurait une neutralité complète de l'appréciation du système juridique ou plutôt de sa philosophie.

Ceci a des conséquences importantes sur l'accès aux marchés financiers, mais aussi sur la capacité à innover en utilisant des droits variés.

Finalement, ce biais soulève un débat en termes de concurrence, puisque l'appartenance à un système juridique peut conférer un avantage comparatif "naturel" dont disposeraient certains opérateurs.

A cet égard, je dois souligner que le ratio et l'agence étudiés ne sont absolument pas l'objet d'une vindicte de notre part. Au contraire, ils ont été choisis parce que les données étaient disponibles en abondance et que cette agence utilise beaucoup les méthodes statistiques et il était plus facile de faire certains tris économétriques.

Et c'est là le troisième enseignement et le plus important pour notre réflexion, aujourd'hui.

En analysant en détail la méthodologie des trois agences, nous avons été très étonnés de son caractère peu systématique, et pour tout dire peu procédural. Ceci est particulièrement le cas en matière de titrisation où l'appréciation de la solidité du montage juridique est déterminante pour le calcul de la note finale.

Un dialogue, voire une négociation s'établissent entre émetteurs et agences. Celles-ci se reposent avant tout - pas exclusivement, mais principalement - sur les conseils juridiques des émetteurs, lesquels émetteurs rémunèrent eux-mêmes les agences.

Tout cela nous a paru un peu surprenant, compte tenu notamment du rôle considérable que jouent les agences de notation. La convention de Bâle II leur a d'ailleurs

conféré un pouvoir quasi-régulatoire, voire régalien, comme l'a rappelé M. le Ministre à l'instant.

Notre étude met ainsi à jour des limites dans la relation agence - émetteur qui sont aujourd'hui identifiées comme l'une des causes - pas la seule - de la crise actuelle.

Davantage que leur statut ou leur nombre, c'est leur méthodologie que nous proposons alors d'encadrer. Des procédures, voire des sortes de protocoles au sens pharmaceutique ou médical du terme, pourraient garantir la neutralité, le caractère contradictoire et public de l'élaboration de la note.

Voici quelques propositions centrées sur un aspect de la question, que nous venons soumettre à la discussion.

En conclusion, je voudrais remercier tous les organisateurs de cette conférence : le Cercle France-Amériques qui accueille fidèlement et gracieusement depuis trois ans ce cycle de conférence "Attractivité économique du droit", l'Institut PRESAJE qui a beaucoup œuvré pour ce colloque, ERNST et YOUNG qui l'a soutenu financièrement.

J'exprime ma gratitude à tous nos orateurs. Ils nous honorent par leur niveau et leur qualité de réflexion, et notamment M. PRADA, Président de l'AMF, ainsi que tout particulièrement M. Christian NOYER, Gouverneur de la Banque de France, qui a toujours été un soutien discret mais puissant de la démarche sur l'attractivité économique du droit.

Enfin, je tenais à remercier M. le Ministre Eric BESSON plus spécialement de ses très aimables et encourageantes paroles et plus encore du soutien qu'il vient d'apporter ce soir à la démarche de *think tank*.

Comme il l'a fort justement indiqué, les *think tanks* - et pas seulement les *talk tanks* - sont puissamment soutenus chez certains de nos partenaires de l'OCDE.

Pouvoirs publics et responsables privés n'y voient pas une action de mécénat, mais plutôt un investissement en élaboration des politiques, en débat public, mais aussi en recherche et développement. C'est effectivement de tout cela qu'il va sans doute être question et qui est soutenu par la présence d'Eric BESSON.

Enfin, je ne voudrais pas oublier professeurs et étudiants de l'Université de Nanterre qui ont participé à ces travaux et les poursuivent à travers FIDES – Forum sur les institutions, le droit, l'économie et la société.

Quelques journalistes sont présents dans la salle. Je voudrais leur faire partager mon plaisir de voir réunie la Place de Paris à l'instigation d'universitaires qui représentent la vitalité et la diversité de notre société. Ils sont pourtant plus souvent présentés comme de dangereux trublions...

Je vous remercie tous de vos réflexions.

(Applaudissements.)

M. Michel ROUGER.- Je suis Michel Rouger pour ceux qui ne me connaîtraient pas. Je suis libéré de certains remerciements par mes trois prédécesseurs et je n'en ajouterai qu'un seul à destination de François VEVERKA, ancien Directeur général du *Rating Europe*

de S&P, dont le rôle a été particulièrement important dans le conseil à l'ingénierie et à l'élaboration de cette manifestation. Je voudrais aussi excuser Xavier de KERGOMMEAUX, associé gérant de GIDE-LOYRETTE-NOUEL qu'un cas de force majeure a empêché, au dernier moment, de participer à nos travaux

Je présidais ce matin un conseil dit "de modération et de prévention" dans le domaine des rapports entre la santé publique et les addictions. J'en ai été chargé pour constater qu'il y avait bien peu de prévention et bien peu de modération dans ce domaine.

De 1992 à 1998, j'ai eu à gérer l'accumulation des dettes du système bancaire français. Il n'y avait pas eu beaucoup de prévention ni beaucoup de modération.

Quand, au mois de juillet, avec Alain BENON qui est la cheville ouvrière de cette opération avec Bertrand du MARAIS, nous discussions avec Patrick GOUNELLE, le patron d'ERNST & YOUNG, je lui ai dit : *"la seule chose que nous pourrions peut-être faire ensemble à l'automne est un sujet sur les agences de notation"*. Il me répond : *"Pourquoi ?"* Comme j'étais sûr que la crise qui se profilait manquerait de modération et qu'elle n'avait absolument pas été prévenue, je pensais que nous aurions ce rendez-vous. Merci d'y participer.

Je vais maintenant inviter le Président Philippe LAGAYETTE à bien vouloir réunir autour de lui la table ronde qu'il présentera. Chacun connaissant non pas sa place mais sa participation à cette table ronde, je vous prie de bien vouloir vous installer de façon que nous démarrions.

Je précise, le temps que vous vous installiez, que nous allons un peu compacter les tables rondes de façon à ne pas trop déborder.

<p style="text-align: center;">Table ronde n° 1 : « Quels dysfonctionnements dans la chaîne du risque ? » sous la présidence de M. Philippe LAGAYETTE</p>

Comme je viens de vous le dire, je vous laisse présenter chacun de ceux qui vous entourent. Certes, je serai le régulateur au sens où M. Fournier vous l'a dit, mais je souhaite que chaque président de table ronde, dans toute la mesure du possible, autorégule sa propre table ronde, mais je veillerai à ce qu'elles le soient.

Je vous en prie, Monsieur Lagayette.

M. le Président.- Merci, monsieur le président. Bonsoir à tous. Nous commençons sous les hospices de l'autorégulation ; je ne sais pas si c'est une bonne manière d'entamer ce regard critique sur ce qui vient de se passer, mais nous aurons au moins déjà un fondement optimiste à nos travaux.

M. le Président.- La première table ronde est destinée à essayer d'établir un diagnostic, c'est-à-dire voir tout ce qui a dysfonctionné dans la crise qui vient de se produire et qui est encore en train de se produire.

Dans l'intérêt de la brièveté, je ne rappellerai pas à quel point cette crise est profonde ; je crois que personne n'en doute. Notamment, elle n'est pas limitée à un compartiment de marché. Elle ne concerne pas tous les marchés, mais une partie importante d'entre eux, et beaucoup également d'intermédiaires financiers.

Ce n'est peut-être pas une crise systémique ni une crise qui fait apparaître un danger systémique immédiat, mais je crois que l'on peut néanmoins dire qu'elle invite à une réflexion systémique pour plusieurs raisons.

La première - c'est un thème plus général - est que, depuis une quinzaine ou vingtaine d'années, on a beaucoup régulé le secteur intermédié du monde financier, là où il y a les banques, et on a peu régulé le secteur non intermédié qui s'est énormément développé.

Les problèmes qui apparaissent sont peut-être nés en partie dans le secteur intermédié, mais ils se sont très vite transmis au secteur non intermédié. C'est là que sont apparus de grandes fragilités et des blocages, en particulier des blocages de marché.

Il faut donc s'interroger sur l'équilibre que l'on a bien gardé ou pas très bien gardé entre les deux secteurs. N'y a-t-il pas des insuffisances graves dans la surveillance de la solidité du deuxième secteur ?

Le deuxième élément qui invite à une réflexion systémique est la question de la propagation.

Dans le monde financier, il y a toujours un incident quelque part et une tendance à ce que cela se propage. C'est évidemment dans la propagation que réside le danger. En particulier, cela se propage par les mécanismes de la confiance qui sont des mécanismes particulièrement peu rationnels.

Quand l'on constate que ceci se produit, on voit toujours très facilement là où il y a perte de confiance et où, immédiatement, les marchés ne fonctionnent plus.

La question qu'il faut se poser est : est-ce que, dans l'innovation financière telle qu'elle s'est développée depuis une dizaine d'années, il n'y a pas des éléments supplémentaires de fragilité ? Les rouages sont de plus en plus complexes et la solidité de certains rouages peut rapidement être mise en doute : solidité de montage juridique, solidité de l'information donnée.

La question que l'on peut se poser est : l'innovation financière n'est-elle pas, un peu comme un bateau fait pour une régate très bien réglée que l'on fait sortir du plan d'eau pour prendre le large et dont on s'aperçoit qu'il est moins bien équipé ?

Je vais laisser aux membres de la table ronde le soin de donner leurs vues. Nous nous sommes efforcés d'organiser un peu les interventions.

Pour recenser les dysfonctionnements, il faut simplement garder en tête que certains sont certainement des transgressions de règles très traditionnelles, par exemple dans la distribution de crédits ou dans l'attention portée aux problèmes de liquidité qui ont certainement été très négligés depuis une quinzaine d'années.

D'autres dysfonctionnements peuvent être plutôt des malentendus ou des absences d'information qui ont créé des divergences entre les intervenants des marchés.

Ceci peut porter sur beaucoup de choses, notamment sur les mécanismes juridiques, sur les questions d'évaluation et sur l'information donnée.

Je vais d'abord donner la parole à Sylvain de FORGES, qui est maintenant Directeur des opérations financières de VEOLIA-ENVIRONNEMENT. Il a, dans une vie antérieure, exercé des fonctions très importantes à la Direction du Trésor et en particulier à la tête de l'Agence France Trésor et il connaît donc bien les marchés pour en avoir été un praticien.

La question principale que je lui pose est : y avait-il des signaux d'alerte ?

Quels signaux d'alerte ?

M. Sylvain de FORGES.- Merci beaucoup, Philippe.

Se demander à J + 150 ou 200 dans une crise, s'il y avait des signaux d'alerte à la crise, est, j'allais dire, une grande ambition. Des milliers de pages ont été écrites sur ce sujet, probablement des bibliothèques entières maintenant.

De VEOLIA-ENVIRONNEMENT, qui n'a aucune prétention à la macro-analyse en matière financière, l'environnement est suffisamment compliqué.

Je voudrais simplement donner quelques micro-évidences qui nous ont frappées au cours des dernières années, en tous cas depuis que je suis à VEOLIA, soit depuis maintenant quatre ans. Je ne ferai pas référence aux relations parfois enrichissantes qu'a eu VEOLIA avec les agences notamment dans la période 2002-2004 - je n'y étais pas et je n'en parlerai donc pas -, mais ceci fait néanmoins partie du fond de la culture de la Maison, et j'y reviendrais peut-être dans ma conclusion.

VEOLIA n'est pas au cœur du réacteur, mais certaines anecdotes finissaient par faire un faisceau.

D'abord - je ne le dirai pas devant mon Président -, nous avions tout de même tendance à considérer que les spreads étaient à des niveaux extrêmement bas.

Que les *spreads* de notre niveau de notation, que je prends comme une donnée, en tous cas que le marché prend comme une donnée, se maintiennent évidemment aussi sereinement, aussi durablement à ces niveaux montrait - nous semblait-il à l'évidence - que quelque chose s'était troublé au royaume de la différenciation des risques.

Ceci nous a d'ailleurs permis de faire des opérations dont nous fûmes fort heureux. Je ne prétends pas que les *spreads* d'aujourd'hui sont les bons ; je n'ai pas dit cela. Je dis que les niveaux de *spreads* pour des sociétés telles que la nôtre nous ont paru, au cours des trois dernières années, probablement au niveau historiquement le plus bas jamais constaté.

Le deuxième point porte sur le rôle des conventions dans le travail au jour le jour d'un directeur des opérations financières.

Quelques incidents : il y a deux ans, pratiquement jour pour jour, je parlais avec l'un des participants à ce colloque de quelque chose qui faisait notre actualité avec nos juristes, qui était l'adaptation ou la transposition d'une nouvelle convention comptable qui

nous a conduit à nous interroger sur la notion de *cash équivalent* ou pas *cash équivalent*, de SICAV de trésorerie dites « dynamiques ».

Dans la deuxième quinzaine de décembre 2005, VEOLIA a vendu toutes ses SICAV de trésorerie dynamique. En application d'un débat qui avait eu lieu sur la Place qui considérait très clairement que ces SICAV ne méritaient pas d'être appelées *cash équivalent* et ne pouvaient pas venir notamment dans nos états financiers, en déduction de la dette.

Il ne nous a pas beaucoup surpris que, dix-huit mois plus tard, la notion de « dynamisme » dans les SICAV soit remise au goût du jour.

Un troisième point est anecdotique : l'application des conventions comptables nouvelles relatives au traitement des participations minoritaires au capital de nos filiales.

Ce sujet nous a beaucoup occupés, notamment dans nos relations avec les grands partenaires éventuellement multinationaux dans certaines de nos opérations, par exemple récemment en Europe de l'Est, avec une banque multilatérale de développement qui nous a fait l'amitié de venir prendre une participation minoritaire dans une de nos filiales de développement.

Les normes comptables actuelles expliquent que, dès qu'il y a une option de vente, c'est de la dette. Nous avons donc dû convaincre ce partenaire de ne pas demander - ce qui se faisait classiquement - d'avoir un *put* à l'horizon classique de son investissement *put* qui n'était destiné qu'à faciliter la rotation de ses propres participations.

Six mois de débat, neuf mois de débats. Nous y sommes arrivés. Cette participation minoritaire n'est pas une dette dans nos comptes. Vu cette expérience qui, sur la base de données publiques, est la réintermédiation de certains outils de la sphère financière dans le bilan de certains intermédiaires financiers, nous, VEOLIA, avons réintermédié.

Ce qui nous a aussi frappé, c'est que, de plus en plus souvent dans nos relations avec nos partenaires, mais ceci est très micro événementiel, l'argument « confiance » n'était plus simplement rhétorique mais employé à tout propos : "*fais-moi confiance. Je ne sais pas te dire, mais fais-nous confiance, je connais untel qui sait, qui m'a déjà expliqué. J'ai déjà oublié, mais fais-moi confiance.*"

La proportion d'intervenants qui, par cette phrase gentille et totalement amicale (de vendeurs par exemple, au hasard) mobilisent explicitement ce terme pour simplement avouer gentiment qu'ils ne maîtrisent pas le fond, a beaucoup crû au cours des dernières années.

C'est peut-être un effet de l'âge, deux autres choses m'ont frappé. On parle beaucoup d'innovations financières : il y a en réalité des variations financières et il y a de temps en temps, des innovations... Je prends deux exemples que j'ai croisés chez VEOLIA.

Un premier exemple, ce sont les obligations indexées sur l'inflation. J'avais un peu participé au développement de ce type de produits dans le marché de la Zone Euro et j'ai eu le plaisir de convaincre jusqu'à présent le seul émetteur *corporate* d'en émettre.

Nous sommes tombés sur un débat byzantin - qui n'est d'ailleurs toujours pas résolu dans certaines Maisons - de fonds d'investissements ou de gestionnaires d'actifs qui, n'ayant pas réussi à savoir si une obligation émise par un *corporate*, indexée sur l'inflation, se

plaçait dans le portefeuille des « inflations » ou dans le portefeuille des *corporates*, décident tout simplement de ne pas en acheter.

On peut se poser la question un jour, une semaine, trois semaines, trois mois. Cela fait deux ans que nous avons émis cela. Cela fait deux ans que je connais un très, très grand fonds qui n'a toujours pas résolu le point de savoir si une émission VEOLIA indexée sur l'inflation se place dans le portefeuille « inflation » ou dans le portefeuille *corporate*.

La convention peut tuer une innovation. En ce moment, certains d'entre vous le savent, nous finalisons une nouvelle structure financière dans notre propre sein : une société de crédit foncier. Cela a été très difficile, beaucoup plus difficile que je l'imaginais, que nous nous y attendions et que l'attendaient nos conseils. Pourquoi ? C'est un des points auxquels Bertrand du MARAIS a fait référence tout à l'heure : le monde actuel, nous a-t-il semblé, raisonne essentiellement par variation.

Ceci m'amène à ma conclusion. On raisonne par variation. On procède par empilement : quand un objet nouveau arrive, notre premier soin est d'essayer de le raccrocher à quelque chose qui préexiste, quitte à admettre qu'un petit *delta* fait la différence.

Delta, plus delta, plus delta fait un grand arc.

Nous allons parler de chaîne du risque.

Je vois la chaîne de risque quand un très grand arc en verre part d'un originateur, d'un émetteur, arrivera à l'autre bout. A un moment intermédiaire, cette chaîne en verre, un peu comme un pare-brise, s'est retrouvée sous contrainte, était très curvée, était très tendue.

Un gravillon ou un petit pavé est arrivé et la chaîne de verre a explosé.

Je ne sais pas - et nul ne le saura jamais parce que la chaîne de verre a explosé - si c'était un point de faiblesse spécifique ou en quel point le gravillon a exactement frappé. De notre point de vue, il y a maintenant une distance telle entre les points d'arrivée - que nous voyons nous-mêmes en tant par exemple, qu'investisseurs tout simplement pour passer en trésorerie - et le point de départ - que nous voyons aussi en tant qu'émetteurs ou fournisseurs de la matière première de base de l'activité financière - et un passage par une telle succession d'éléments variationnels que, la plupart du temps, à un bout on a perdu l'autre de vue.

C'est peut-être ce qui nous a le plus frappés dans ces expériences récentes.

Je vais faire de la publicité gratuite pour un autre livre que celui qui nous réunit aujourd'hui qui est un opuscule (c'est le mot qu'emploient ses auteurs) que je lisais ces derniers jours en pensant à cette conférence. Cela s'appelle *La société de défiance*, écrit par Yann ALGAN et Pierre CAHUC.

Les deux auteurs se basent sur leurs propres travaux et d'autres sur ce thème et l'appliquent à la société française sur le long terme. Ce n'est pas un mauvais ouvrage. En le lisant et en pensant à aujourd'hui, je me demande si un parallèle ne serait pas à faire avec la société financière au moins à moyen terme, la dette financière à moyen terme ; jusqu'au moment où je suis arrivé à la phrase suivante : "*la défiance conduit à réglementer dans les moindres détails*". Visiblement, mon parallèle n'est pas bon. Ce qui est probablement arrivé à la sphère financière est l'inverse : trop d'attention portée à la suite des détails des variations a peut-être amené, *in fine*, à la défiance. La défiance, un jour, s'est manifestée.

Permettez-moi, en tant que VEOLIA ex GENERALE DES EAUX, de conclure mon intervention. Nous avons appris la transparence, ce qui, pour la GENERALE DES EAUX, est la moindre des choses.

La GENERALE DES EAUX a envie de quelque chose de plus que la transparence. Nous souhaitons maintenant en plus la limpidité, celle qui fait que, quel que soit le nombre de couches d'eau, on voit encore le fond et que l'on sait encore se repérer.

Merci de votre attention.

(Applaudissements.)

M. le Président.- Voilà une première réflexion. Sans ironiser, je me souviens de quelqu'un qui disait : "*seules les eaux peu profondes sont réellement transparentes*". Il ne faut pas que le système financier soit fait de la même façon.

J'invite maintenant Thierry FRANcq à parler. Thierry FRANcq est Chef du Service du Financement de l'Economie à la Direction du Trésor. Il a, par conséquent, une vue complète de l'ensemble des mécanismes économiques et financiers.

Je l'invite à parler notamment de l'impact des réglementations sur ce qui s'est passé. Les réglementations ont-elles été des garde-fous ou ont-elles facilité des brèches ?

M. Michel ROUGER.- Maintenant que nous sommes bien entrés dans le vif du sujet et que nous entendons des choses fort intéressantes qui ne me permettent pas de couper la parole, pour aider à la régulation, vous comprendrez que, quand je change le micro de sens, *game is over*. *(Sourires.)*

L'impact des réglementations (IFRS, Bâle II...) : garde fous ou brèches dans le système ?

M. Thierry FRANcq.- J'essaierai d'être assez court.

Vous avez introduit en indiquant que cette crise est intéressante parce qu'il y a un mélange de choses très traditionnelles et d'autres particulièrement innovantes.

Une question me taraude : pourquoi a-t-on un tel choc ? On a signalé les pertes tout à l'heure envisagées liées au *subprime* mais, finalement, quand toutes les bourses du monde baissent de 1 %, les pertes, en tout cas notionnelles, sont d'une ampleur équivalente. Cela ne crée pourtant pas un choc comme nous l'avons connu.

Je viens au premier sujet de la réglementation.

Il ne faut jamais oublier que la source de la crise est, certes, la phase de retournement du cycle du crédit, mais ce n'est pas nouveau : le crédit suit un cycle.

Est apparu à ce moment quelque chose qui, à mon sens, crée un choc de confiance : sur un des marchés les plus traditionnels qui soient, le marché des crédits immobiliers aux particuliers, dans un pays très avancé (les Etats-Unis), on s'aperçoit d'un coup que ce marché a complètement dérapé.

Je pense, au-delà de toutes les autres explications, qu'un phénomène est simple : lorsque l'on est Français par exemple, on considère que l'activité de distribution de crédit est régulée. Manifestement, dans certains pays, ce n'est pas le cas.

Je pense qu'il y a là un choc de confiance.

Bien entendu, le phénomène de titrisation joue aussi son rôle.

Je crois qu'il faut insister sur :

- Premier élément de réglementation : la sagesse depuis déjà de nombreuses années, commande de réguler la distribution de crédit. Je crois qu'il est temps de le répéter ;

- Deuxième aspect : cette fameuse chaîne de la titrisation. A l'origine, la distribution de crédit est censée être réglementée, sauf dans quelques pays. Lorsque l'on vend des produits, à la fin de la chaîne, à des institutions, il y a aussi des réglementations.

La difficulté, me semble-t-il, à laquelle nous faisons face, est que, qu'il s'agisse de la réglementation ou des agences de notation, nous avons sans doute le défaut de ne pas suffisamment prêter attention au fait que la réglementation doit en permanence faire appel à la responsabilité des acteurs. Autrement dit, il convient de faire particulièrement attention à ce que la réglementation n'annihile pas la responsabilité des acteurs.

D'une certaine manière, il faut précisément ne pas considérer que les agences de notation, présentées comme des institutions régulatrices, sont des agences régulatrices : elles ne sont qu'un apporteur de service, c'est-à-dire qu'elles apportent une opinion sur des instruments financiers, et cela doit en rester là.

Lorsque l'on parle d'agences de notation et de réglementation, on pense évidemment à Bâle II.

Bâle II sera, me semble-t-il, une amélioration de la réglementation de ces deux points de vue.

Il est vrai que Bâle II permet l'utilisation des notations des agences. Cela dit, la réalité au sein des institutions financières, est que ces notations sont déjà utilisées.

Le plus important dans Bâle II est que, précisément, en tout cas pour les institutions bancaires d'importance, on peut se départir des agences de notation. Il y a même une incitation pour que les établissements de crédit construisent eux-mêmes leur propre système d'appréciation des risques. Cette réglementation, me semble-t-il, commence à être en vigueur et n'est d'ailleurs pas encore en vigueur aux Etats-Unis. Si Bâle II avait été en place avant, peut-être aurait-on réduit les chances d'une telle crise parce que, encore une fois, la réglementation met l'accent sur la responsabilité des acteurs eux-mêmes.

Le deuxième volet est la dispersion des risques et la transparence.

La dispersion des risques n'est pas un phénomène nouveau. Des secteurs financiers entiers fonctionnent fondamentalement sur la dispersion des risques, par exemple l'assurance, la réassurance encore plus. En soi, ce n'est certes pas un mal.

Le problème de transparence que nous avons eu est double.

D'un côté, probablement, une absence ou une insuffisance de la transparence sur certains *conduits*, SIV (*Structured Investment Vehicles*) et autres structures.

Une réglementation spécifique qui existe au Japon, me semble être une bonne idée de ce point de vue. La réglementation japonaise indique que toutes les informations confiées aux agences de notation pour noter un produit doivent être rendues publiques. Ce point est intéressant.

Cela dit, encore une fois, il n'y a pas que le sujet de transparence. Il y a un sujet de complexité. L'information ne résoudra donc pas tout.

Le deuxième aspect : la titrisation, la désintermédiation.

Un des éléments importants du choc de confiance n'est pas le fait que la titrisation entraîne une totale désintermédiation, mais que, précisément, on s'aperçoit que ce qui était désintermédié ne l'était pas forcément complètement.

De ce point de vue, des engagements hors bilan de banques ne sont peut-être pas toujours parfaitement appréciés par le marché et, ensuite, des éléments de réputation sont encore plus difficiles à apprécier. La réglementation ancienne des banques ne mettait peut-être pas encore suffisamment l'accent sur ce point. Là aussi, je le signale, Bâle II apporte des éléments importants notamment en termes de transparence sur l'exposition des risques, précisément vis-à-vis de ces véhicules de titrisation.

Pour finir de répondre à la question, le dernier élément de réglementation est bien entendu la gestion du risque de liquidité.

Ce concept de liquidité mérite clairement une réflexion approfondie, une réflexion également sur les normes comptables. Sans entrer dans le détail, il me semble nécessaire d'avoir peut-être une approche un peu plus raisonnée de ce que l'on appelle le *marked to market*, notamment lorsque le *market* n'est pas vraiment un *market*...

(*Applaudissements.*)

M. le Président.- Merci. Nous retrouverons sans doute cette notion de responsabilité plus tard, notamment dans la deuxième table ronde.

Nous passons maintenant à la question des pressions qui s'exercent sur les auteurs : pression des marchés, pression des clients, attente des clients, attente de performances. Tout ceci a-t-il une incidence sur la manière dont les décisions sont prises ? Je me tourne vers M. Christian RABEAU qui est Directeur des gestions d'AXA Investment Managers - France.

Pression des marchés, innovation financière, attentes des clients : la performance à tout prix ?

M. Christian RABEAU.- Merci, monsieur le président.

Je voudrais très rapidement essayer de donner un témoignage d'un gérant d'actifs et de la façon dont on a pu vivre ces dernières années cette situation très particulière.

La crise est l'aboutissement de quelque chose qui est évidemment né assez longtemps en avance, qui s'est finalement déroulé d'une manière assez classique, comme une crise de marché où l'on vient, au bout d'un certain temps, sanctionner l'excès.

Il me semble que la question posée, au moins dans le titre de cette conférence des agences de notation, n'est vraiment qu'un des derniers points.

Il me semble que les éléments, au départ, qui ont été les plus importants et en tout cas ont affecté aussi bien, je dirais, les offreurs que les demandeurs de prestations financières, tiennent assez largement au fait que l'on a connu une période de taux d'intérêt extrêmement bas.

J'enfonce une porte ouverte en disant cela, car tout le monde le sait, mais il me semble que les comportements des différents acteurs économiques en ont été assez profondément influencés.

Tout le monde a mis en lumière qu'il y a probablement eu des excès de ventes de crédit à des gens probablement peu capables de les rembourser et que ce *subprime* dont on parle a effectivement poussé certaines personnes à s'endetter là où elles n'auraient pas dû l'être.

Il faut comprendre aussi pourquoi ces gens ont pu rêver. Ils ont connu des taux d'intérêt qui n'avaient jamais existé au cours des cinquante dernières années et ils ont été dans une situation tout à fait exceptionnelle dans laquelle l'argument le plus simple consistant à dire "*c'est la dernière fois de votre vie que vous voyez des taux à ce niveau*" - c'était le cas en 2000, en 2001, en 2002 - "*c'est la chance de votre vie d'acheter une maison, même si vous n'êtes pas très riche et même très pauvre et que vous vivez dans la banlieue de la Nouvelle-Orléans. En tout cas, vos parents, vos grands-parents, vos arrière-grands-parents n'ont jamais eu cette possibilité*". Il y a là quelque chose de l'ordre du désir, quasiment irrésistible.

Convaincre quelqu'un qu'il pouvait acquérir une maison là où les générations précédentes n'avaient jamais pu le faire était un élément très fort.

Il y a tout ce qui a été dit des excès des distributeurs de crédit ; tout ceci est assez connu. Il me semble qu'il y a eu de l'autre côté, à cause des taux d'intérêt bas - c'est de cela dont je voudrais dire un mot - des demandes également très importantes de la part des investisseurs, demandes qui ont été en quelque sorte servies avec empressement par les gérants d'actifs, par les arrangeurs, par les banques d'investissement.

Historiquement, nous avons vécu une période où nous les avons pourtant appelés de nos vœux ces taux d'intérêts très bas ! : nous nous souvenons, pour certains d'entre nous, des conditions dans lesquelles M.VOLKER a été obligé de « casser » l'inflation au début des années 80, dans un environnement où les taux d'intérêt atteignaient de 10 à 15%.

Les taux d'intérêt très bas ont effectivement permis cette formidable désinflation, mais ils sont aussi arrivés à un niveau où ils ont créé de vrais problèmes à certains investisseurs. Je pense aux compagnies d'assurances qui, dans certains cas, avaient des taux d'intérêt garantis, évidemment à une autre période où personne n'imaginait qu'un jour le seuil de 4 % poserait des problèmes.

Les compagnies d'assurance japonaises ont eu des situations encore plus angoissantes dans les années 80 et 90 puisqu'elles ont du faire face à des taux d'intérêt quasiment ramenés à 0 quand elles avaient encore des taux garantis à 2 ou 3 %.

Il y avait un ensemble de prestataires de services financiers qui avaient besoin d'une certaine rémunération. Quand les taux d'intérêt sont à un niveau trop bas, il y a naturellement une demande de supplément.

Aurait-il été raisonnable de dire : *"non, les taux d'intérêt sont à ce niveau et on ne va rien trouver pour vous servir ce supplément"* ? C'était complètement irréaliste.

Il ne s'agit pas de refaire l'histoire, mais je crois qu'il y a là quelque chose qui est moins visible que l'endettement du malheureux citoyen américain d'une banlieue pauvre dont on a beaucoup parlé. Je crois que des contraintes, qui ne sont sans doute pas de la même nature sur le plan humain mais qui, sur le plan technique, sont très importantes, étaient d'essayer d'avoir un supplément de rendement, pas seulement par avidité, mais aussi par besoin de couvrir certains risques.

Face à cet environnement particulier, un monde nouveau en quelque sorte était en train de s'ouvrir : celui que permettaient la titrisation et la globalisation.

Il y avait à la fois la capacité, par l'utilisation de l'ingénierie financière qui s'est développée à tous les niveaux du marché financier, aussi bien du côté des banques d'investissement que, forcément, des gérants d'actifs qui sont venus apporter ces instruments, que des clients qui ont trouvé, après tout, que cela avait l'air bien agréable, que c'était extrêmement diversifié et accessoirement bien noté.

Il y avait là certains environnements et produits qui permettaient d'avoir ce supplément de rendement dont les gens avaient cruellement besoin quand ils ont vu les taux d'intérêt des emprunts d'Etat arriver à 3 % en Europe par exemple.

Toutes les conditions étaient donc réunies pour que des excès soient commis.

Les excès ont été commis par l'élan du marché lui-même, par l'inventivité qui n'avait pas encore trouvé beaucoup de limites, par le fait que cette création s'appuyait forcément encore sur relativement peu de réglementation et qu'il y avait donc la place pour innover.

En innovant beaucoup, il y avait forcément des chances de commettre quelques erreurs, sans pour autant les anticiper avec cynisme, mais en tout cas de ne pas toujours voir jusqu'où on irait dans ce domaine.

Il semble donc que quelque chose se soit déroulé de manière assez classique. Quand l'on regarde après coup toutes ces zones d'excès, on assiste à une situation de marché assez naturelle dans laquelle les produits qui étaient très raisonnablement diversifiés à l'origine - je pense à la fin des années 1990, à 2001, 2002, 2003 - qui étaient très raisonnablement *leveraged*, c'est-à-dire dans lesquels il n'y avait pas trop de dettes, se sont trouvés au fur et à mesure, sous l'aiguillon de la concurrence et de la performance, déportés vers des limites de plus en plus extrêmes.

On découvre aujourd'hui des produits qui ont des effets de levier bien trop importants. Ce n'est pas nouveau dans les marchés financiers. Quand on a ouvert, si j'ose dire,

la « boîte » LTCM - entendons-nous -, on a découvert l'état du dossier et on a découvert des taux d'endettement et de levier complètement inimaginables, mais qui étaient garantis par à la fois le prestige et la puissance de ceux qui les avaient mis en place.

Quelque chose ressemble à cela aujourd'hui puisque'il y a du levier de levier de levier. Je veux dire qu'il y a du levier d'abord dans les produits financiers de *subprime* tels qu'ils ont été arrangés à l'intérieur des CDOs et, dans un certain nombre de cas, des gens se sont endettés pour acheter des structures qui étaient déjà *leveraged*.

Quelque chose d'assez normal a abouti à cela. Ce n'est pas une raison pour s'en réjouir, mais je pense que cet aspect était intrinsèque à la crise, plus exactement au fonctionnement du marché, et que ces excès ont effectivement été peu contrôlés.

Dans cet environnement, je pense que les agences de notation - que l'on aurait tendance à montrer du doigt aujourd'hui, mais je ne suis pas le mieux placé ni pour les défendre ni pour les juger - interviennent très tard dans ce processus d'accumulation et d'erreurs potentielles, en tout cas d'excès potentiels.

Il me semble, justement sur des produits assez nouveaux comme ceux-ci, qu'il n'était pas toujours facile d'avoir derrière soi le recul suffisant pour les juger puisque beaucoup étaient relativement récents et les *process*, les méthodes, les modèles utilisés disposaient eux-mêmes probablement d'un recul insuffisant.

Certaines faiblesses dans le système n'ont pas permis de voir suffisamment tôt les zones de faiblesse même si, effectivement, il n'avait pas complètement échappé aux gérants de portefeuilles que les *spreads* s'étaient considérablement écrasés. Même quand ils étaient très écrasés, je vous assure que les clients préféraient un *spread* écrasé que des emprunts d'Etat.

Il ne s'agit pas de déplacer la responsabilité sur quelqu'un d'autre. Il me semble qu'il y a là un phénomène collectif. Aucun des éléments à lui tout seul n'aurait créé une crise, mais le fait qu'ils soient rassemblés et qu'ils durent suffisamment longtemps amène effectivement les conditions d'un excès.

La rupture est arrivée là où on ne l'attendait pas : du côté de la liquidité incontestablement.

(Applaudissements.)

M. le Président.- Merci. Tentation et faiblesse, n'est-ce pas une nouvelle illustration de l'adage qui dit que la meilleure manière de se débarrasser de la tentation est d'y céder ? *(Sourires.)*

Je vais maintenant inviter Michel AGLIETTA, professeur à l'Université Paris X, à entrer, si je puis dire, dans le cœur du sujet, c'est-à-dire la manière dont ces montages sont faits et les problèmes spécifiques d'évaluation et de vérité de l'information que cela détermine.

Au cœur du sujet : le problème de l'évaluation et de l'information

M. Michel AGLIETTA.- Merci beaucoup. Qu'ont à dire les économistes sur le phénomène ?

Je vais me limiter à cinq points précis.

Rappeler que l'on a affaire à un processus que l'on a appelé une chaîne.

Trois étapes sont essentielles :

- le *pooling* des actifs,
- la structuration en tranches du passif,
- et le découplage du risque de crédit par rapport à l'originateur.

Ce sont les caractéristiques fondamentales de la titrisation du crédit.

Quelles sont les anomalies possibles qui sont organiques, intrinsèques au processus ?

- ♦ Premièrement, la position des agences.

Il faut bien comprendre que la position des agences par rapport à la notation du crédit structuré n'a rien à voir avec la position des agences par rapport à la notation d'entreprise ou d'une émission d'obligations d'entreprise.

Quand une agence note une obligation *corporate*, elle n'est évidemment pas partie prenante à la décision d'émettre. Si l'entreprise décide d'émettre une obligation pour faire ce qu'elle veut, elle a besoin d'un label pour savoir à quel prix elle va pouvoir émettre sur le marché. L'agence, avec tous les moyens qu'elle a et avec son analyse de l'entreprise, donne un label : elle ne fait pas partie du processus.

Là, c'est exactement le contraire. Dans le crédit titrisé, la notation est *a priori* et non *a posteriori*. Cela signifie que l'agence est co-arrangeur avec la banque d'affaires, car la structuration du passif introduit une transformation totale du risque par rapport au risque de l'actif, c'est-à-dire du *pool* de crédits mis ensemble.

Ceci est fait par un processus itératif, sinon vous ne pouvez mettre en négociabilité le passif. Il faut avoir une note *a priori* pour savoir à quelle classe d'investisseur s'adressent telle et telle catégorie de titres. En conséquence, l'agence est conseillère nécessairement - mais c'est organique au processus ; on ne peut faire autrement - et évaluateur, ce qui veut dire que l'agence est à la fenêtre et se regarde passer dans la rue. Ceci est absolument intrinsèque à la notation du crédit structuré.

Cela veut bien sûr dire que les conflits d'intérêts sont beaucoup plus importants dans le cas de la notation du crédit structuré qu'ils ne le sont dans le cas de la notation en, disons, standard d'obligations émises par des émetteurs indépendants de l'agence.

L'exacerbation des conflits d'intérêt est évidemment un premier élément important - mais on ne peut faire autrement- dès lors que le crédit structuré est fait de gré à gré. S'il était fait sur un marché organisé, les choses seraient très différentes. C'est certainement une des voies d'évolution possibles.

- ♦ Deuxième caractéristique que les économistes connaissent bien : lorsque vous "originez" du crédit pour le vendre et non pour porter le risque, vous êtes intéressé par le volume, puisque vous gagnez l'équivalent d'une commission, et vous n'êtes pas intéressé par

la qualité du crédit. En conséquence - tous les économistes le savent -, ce type de processus augmente les asymétries d'information et l'aléa moral.

L'autre partie de la chaîne est également la même. Les agences disent - ce qu'elles ont le droit de dire en général lorsqu'elles font des notations sur les entreprises - : "Nous donnons une note, nous donnons une opinion, mais le reste de la communauté financière a le droit de prendre ou de ne pas prendre cette opinion ; elle peut avoir d'autres opinions et il peut y avoir une évaluation contradictoire de ceux qui porteront finalement le risque ».

Là, c'est totalement impossible puisque l'agence fait partie du processus qui constitue le produit. En conséquence, elle bénéficie forcément une asymétrie d'information essentielle sur celui qui est en bout de chaîne. Celui qui portera des titres émis sur des crédits qui ont été mis en *pool* et qui viennent d'une origination dont on ne connaît pas la nature - car, pour l'essentiel, dans le cas des *subprime*, elles ont été faites par des courtiers qui n'étaient pas réglementés -, comment voulez-vous que celui qui va finalement porter le CDO à la fin ait une quelconque possibilité d'évaluation du risque ?

- ♦ Ce qui veut dire, troisième caractéristique, qu'il est évident que, dans ce cas, ceux qui vont finalement acheter les CDOs sont totalement « pieds et poings liés » vis-à-vis des agences. Ils doivent prendre la note de l'agence ou ne pas acheter le CDO.

Vous êtes donc forcément dans un processus qui met les agences dans une situation beaucoup plus difficile que dans le cas d'une évaluation d'une obligation standard.

Comprenez bien que la nature même de la transformation du risque qui est faite par la titrisation entraîne nécessairement cette asymétrie d'information tandis que, du côté de l'origination et dans la mesure où vous faites du crédit pour le vendre, vous n'avez vraiment pas intérêt à évaluer le risque correctement puisque ce qui vous intéresse c'est le volume des commissions.

Il faut donc une réglementation très forte. Il faut une réglementation du « crédit de marché » aussi importante que celle qui réglemente les banques pour du crédit des banques. Mais on ne le fait pas.

- ♦ Quatrième élément qui paraît essentiel : le problème des modèles d'évaluation du risque.

Quelque chose se passe qu'il faut comprendre. Comment a-t-on pu noter AAA des tranches de CDOs émises sur des *pools* de RMBS (*Real Estate Mortgage Backed Securities*) qui contenaient des *subprime*?

Vous mettez 200 *subprimes* en *pool* et vous notez ensuite le CDO en contrepartie AAA. Comment a-t-on pu le faire sachant ce qu'il s'est passé ?

La raison est claire : vous supposez - c'est ce qu'ont fait les agences en l'espèce - que le *pool* est granulaire, c'est-à-dire que les 200 crédits (pour prendre l'hypothèse en question de 200) sont indépendants les uns des autres. Si vous avez 200 crédits individuels de petite taille et que vous les supposez indépendants, le risque sur le *pool* est à ce moment très faible. Mais cela veut dire que les agences, dans leur modèle d'évaluation - c'est la même chose pour les modèles bancaires que je connais assez bien - prennent très mal en compte les facteurs macroéconomiques communs. Les agences le disent d'ailleurs : "*nous ne sommes pas capables d'évaluer le risque de crédit et le risque de liquidité intégrés*".

Or, que s'est-il passé ? Ce qui a été fortement sous-estimé, car affecté d'une probabilité extrêmement faible, était :

- 1) la remontée des taux d'intérêt,
- 2) et surtout la baisse du prix immobilier.

Tous ces crédits étaient soumis à un risque commun puisqu'ils avaient tous l'immobilier comme collatéral. Qu'a fait la baisse du prix immobilier ? Elle a accru la corrélation massivement de tous les crédits mis en *pool*, de sorte qu'au lieu d'avoir un ensemble de crédits granulaires à risque très faible, vous avez eu, d'un coup, un *pool* de crédits homogènes compromis, avec une perte anticipée pour les banques, pour celles qui portaient encore le risque, qui s'est mise à croître de manière très importante.

Donc, accroissement fulgurant du risque parce que sous-estimation massive de la possibilité d'un scénario qui faisait baisser le prix immobilier.

Je suis persuadé que l'on ne peut comprendre ce qu'il s'est passé au niveau de l'évaluation sauf à faire l'hypothèse que les agences, les banques d'affaires, tous ceux qui étaient dans le processus, ont supposé que les prix immobiliers ne pouvaient pas baisser aux Etats-Unis, car on n'avait en effet pas connu depuis vingt ans de baisse *nationwide*, dans l'ensemble du pays, des prix immobiliers.

C'est donc un problème de fond : le problème de la nature des modèles qui prennent très mal en compte les facteurs macro-économiques de risque.

♦ Le dernier élément est justement le *mismatching*, le risque de liquidité, qui est tout à fait important.

Qui a acheté finalement ces CDOs ? Ce ne sont pas de gros investisseurs à *deep pocket* pour l'essentiel. Cela n'aurait pas posé de problème. S'ils avaient eu une masse de liquidité, ils auraient absorbé les pertes.

Ceux qui ont acheté, pour l'essentiel, - cela passait par des structures de « conduits » et de SIV- étaient des *hedge funds*, et en tout cas, des fonds d'investissement très *leveraged*.

On s'est évidemment retrouvé avec des structures qui achètent des produits illiquides, à maturité longue, en émettant eux-même de la dette à court terme des ABCP, c'est-à-dire du papier commercial adossé qui était lui-même comme des actions au second degré.

Qu'a-t-on alors comme structure ? On a, dans le marché, une structure de type « risque bancaire », c'est-à-dire des agents qui sont avec un endettement court et qui achètent des titres beaucoup plus longs et plus illiquides.

Que se passait-il à l'époque où les banques n'étaient pas réglementées de plusieurs manières : supervision, garantie des dépôts et prêteur en dernier ressort. Il se passait des *run* (mouvements de retraits massifs) sur les dépôts.

Ce qu'il s'est passé dans le marché sur les ABCP est l'équivalent d'un *run de dépôts bancaires*. En croyant disséminer le risque, en espérant que l'on allait disséminer le risque à de très gros investisseurs munis de liquidité, on a reporté le problème bancaire, qui est le problème fondamental, qui a toujours été le problème du risque de déchéance qui se

transforme en risque de liquidité lorsqu'il y a une perte de confiance. On l'a remis dans le marché. On l'a remis dans le marché sans réglementation avec une accentuation qui a été le *marked to market*.

On sait que ce que fait le marché dans des situations de perte de confiance. Regardez les CDOs qui ont été notés BBB : ils ont perdu 80 % de leur valeur. 80 % de leur valeur n'est pas la valeur fondamentale des CDOs en question parce que cela voudrait dire une probabilité de défaut qui dépasse 25 % de la part des ménages à l'origine des crédits.

Or, cette probabilité de défaut, penser qu'elle peut monter jusqu'à 10, 12 % est déjà pas mal.

Le *marked to market* est un désastre, bien sûr. Il a fait ce à quoi l'on pouvait s'attendre dans un univers non réglementé : entraîner un effondrement de la valeur d'actif. En contrepartie, un passif est fondé sur des pseudo-liquidités. Résultat : une contagion générale.

C'est l'aspect crucial : on a reproduit dans le marché le phénomène qui faisait sans arrêt problème aux banques. Au cours de cette période, on est revenu quatre-vingts ans en arrière, avant la réglementation du système bancaire.

(Applaudissements.)

M. Michel ROUGER.- Nous sommes à 40 minutes sur 5 intervenants. Si les deux derniers avaient la gentillesse de n'occuper que 16 ou 17 minutes maximum, cela nous permettrait de ne pas laisser à M. MOUILLON une configuration difficile.

M. le Président.- Nous progressons dans l'analyse. Ce n'est pas rassurant, mais il faut tout de même faire ce chemin de croix. Souvent, un chemin de croix est trop long ; je ne vois pas comment nous pouvons nous en dispenser. *(Sourires.)*

Maintenant, tous ces risques devraient apparaître dans les contrats. Les documents juridiques dans tous ces produits innovants sont extrêmement précis et complexes. Il faut certainement se pencher sur la manière dont la localisation du risque était bien éclairée par les règles juridiques. Je vais pour cela demander à M. Hubert de VAUPLANE, Directeur juridique de CALYON, de nous parler.

Où s'est logé le risque ?

M. Hubert de VAUPLANE.- Merci beaucoup, monsieur le Président. J'essaierai de ne répondre qu'à une seule question. Cela ne prendra pas une minute, mais peut-être quatre ou cinq...

M. ROUGER.- Dieu vous entende, mon fils ! *(Sourires.)*

M. Hubert de VAUPLANE.- Vous êtes juste au-dessus de moi ! *(Rires.)*

La question est de savoir si la documentation juridique mise en place est efficace, c'est-à-dire si elle joue son rôle en cas de difficultés, difficultés que nous commençons à voir aujourd'hui.

Que veut dire jouer son rôle ? Cela signifie : peut-on, en cas de contentieux, compter sur la documentation et ce qui est écrit dedans ? On attend généralement d'une

documentation que ce qui y est écrit fonctionne. Nous verrons que c'est, bien sûr, assez compliqué.

Il faut d'abord rappeler la raison d'être de la documentation juridique dans les marchés financiers, notamment dans le monde des opérations de marché.

Dans les opérations de gré à gré, il s'agit de standardiser un maximum les contrats et les clauses, car cette standardisation permet ensuite la liquidité, la négociabilité des contrats. Mais il faut aussi garder une flexibilité pour permettre une innovation financière.

C'est la différence entre les marchés de gré à gré et les marchés organisés où les contrats sont standardisés. Il n'y a donc plus de flexibilité contractuelle. Alors que, dans les marchés de gré à gré, on cherche cette flexibilité contractuelle tout en cherchant en même temps à standardiser le plus possible la documentation.

On le verra concernant la documentation des CDOs et globalement de la titrisation : cette documentation est à la fois standard et flexible puisque « le diable est dans les détails » et qu'il n'y a pas deux contrats identiques.

A côté de cela, on cherchait aussi dans la documentation à avoir un mode rédactionnel des contrats qui réponde à ce que j'ai appelé la "course à l'exhaustivité".

La course à l'exhaustivité tient notamment à l'environnement juridique dans lequel les contrats ont été élaborés. Si l'on retrouve le biais évoqué par Bertrand du MARAIS, on sait que ces contrats sont soumis non pas à trois droits, mais à deux droits : celui d'Angleterre et celui de l'Etat de New York. Ces droits de *common law*, qui ont beaucoup d'avantages, ont une différence structurelle par rapport à nos systèmes : on cherche à tout prévoir à l'avance.

Donc la course à l'exhaustivité est cette approche que l'on retrouve dans les contrats ISDA et plus globalement, dans les contrats de titrisation soumis à ces droits.

Quand on recherche l'exhaustivité, on a des contrats volumineux. Je n'oserais pas demander à la salle qui a déjà lu un contrat de cash CDO. C'est plus de 400 pages !

M. le Président.- Quelques-uns.

M. Hubert de VAUPLANE.- C'est ne sont pas 400 pages identiques. Quatre cents pages dans un financement de projet cela se comprend, vu le nombre de dispositions techniques et autres. Il s'agit de quatre cents pages vraiment juridiques, qu'il faut lire car si deux contrats de CDO se ressemblent, c'est comme le Canada Dry : ce n'est pas pareil à l'original.

Cet excès de volumétrie n'est pas uniquement dû, bien sûr, à l'environnement culturel dans lequel ces contrats ont été élaborés, c'est-à-dire la *common law* et le droit anglo-américain. Elle est aussi due à la complexité des opérations qui ont été évoquées par le professeur AGLIETTA : plus on faisait des opérations à effet de levier, plus cela conduisait à rajouter des couches supplémentaires qui conduisaient à ce que, ici, l'eau soit de moins en moins claire et de moins en moins transparente et qu'il soit de plus en plus compliqué de comprendre.

La difficulté est que, dans le même temps, ce mouvement ne s'est pas accompagné de ce que l'on a vu sur d'autres marchés, et notamment les marchés de dérivés classiques : les

associations professionnelles n'ont pas développé de contrats-cadres pour ces opérations. Il existe des contrats-cadres ISDA qui sont désormais assez standardisés, même s'ils laissent de la place à la flexibilité et l'innovation.

Dans les opérations de titrisation, qu'elles soient synthétiques ou non, il n'y a pas de contrat-cadre ; si bien que, quand vous passez d'un cabinet d'avocat à un autre, le contrat est différent, pas dans ses grandes lignes mais dans ses détails.

L'absence de standardisation de ces contrats est l'une des difficultés, qui conduit, compte tenu de la pression dans la mise en place des opérations (même si elles se préparent à l'avance) à éviter chaque fois de « réinventer la roue ». « Eviter de réinventer la roue », c'est le risque - peu connu des économistes mais qu'ils devraient regarder –de la « tyrannie du précédent », c'est à dire: je recopie mon contrat précédent et j'essaie d'adapter, dans la nuit qui précède le *closing*, les petites choses qui sont différentes. Encore une fois, le diable est dans les détails.

Alors, face à tous ces éléments, que faire en cas d'interprétation divergente d'une clause ? C'est bien la question qui nous est aujourd'hui posée, à nous, juristes.

Quand surviennent les difficultés que vous imaginez dans ce monde, la première chose que nous faisons est de nous replonger, contrat par contrat, dans les 400 à 500 pages pour lesquelles nous n'avons pas forcément la même interprétation. On pourrait se dire que la réponse est dans le contrat. Eh bien, non ! La réponse n'est pas dans le contrat puisqu'il y a divergence d'interprétation ; vous connaissez l'adage "deux juristes, trois interprétations". Il y a forcément des divergences d'interprétation.

Dans ce cas, on se retourne vers les tribunaux et on attend du juge qu'il puisse nous apporter les réponses en se disant que l'on trouvera dans les précédents jurisprudentiels une manière de réfléchir et d'apporter une interprétation légitime de ces contrats. Pas de chance, on voit une divergence aujourd'hui entre les Cours de l'Etat de New York et la Cour de Londres en matière d'interprétation des contrats sur produits dérivés !

La question est toute simple : Faut-il privilégier une approche purement littérale du contrat, quitte à être inéquitable ou faut-il privilégier une approche plus théologique du contrat en cherchant plutôt l'équité ?

Nous avons ici malheureusement une approche divergente entre les cours de New York et de Londres.

A côté de cet environnement contractuel, il y a des gens qui écrivent les contrats.

Cela a été souligné plus tôt par Bertrand du MARAIS, on a parlé des conflits d'intérêt des agences. Il faut de nouveau insister sur les conflits d'intérêt des agences avec les cabinets d'avocat.

Il n'y a pas beaucoup d'agences. Il y a un peu plus de cabinets d'avocats, mais pas tellement plus dans le monde. Les cabinets d'avocats présents dans ces activités ne sont pas dix dans le monde à être véritablement compétents. Dix, c'est peu. Il existe plus de dix arrangeurs dans le monde, plus de dix « CDOs managers », plus de dix investisseurs. Chacune de ces contreparties dans une opération de titrisation prend son propre cabinet. Ce sont donc les mêmes qui tournent d'un côté, de l'autre, d'un côté, de l'autre : conflit d'intérêt réel que l'on peut voir.

Le pire est que lorsque que l'on relit ces 400 pages, on se demande finalement qui les a écrites. C'est incompréhensible, c'est réellement incompréhensible ! Si c'est incompréhensible pour le spécialiste, imaginez la tête du juge. Les juges anglais et américains ne sont déjà pas d'accord...

A la question : "la documentation juridique est-elle efficace ?", je ne peux finalement vous répondre aujourd'hui : il faut attendre l'épreuve du feu. Ces contrats n'ont pas encore subi l'épreuve du feu ; je ne leur souhaite d'ailleurs pas. Je préférerais que l'on trouve des accords transactionnels le cas échéant, ou en tout cas d'autres modes opératoires que d'aller devant le juge.

Merci.

(Applaudissements.)

M. Michel ROUGER.- L'épreuve du feu n'est pas l'épreuve de l'allumette ; ne confondez pas ! *(Sourires.)*

Nous arrivons bientôt après la dernière intervention celle de Mme GERST, à 18 heures 40.

M. le Président.- Je ne sais pas si c'est dans l'intérêt d'une bonne compréhension du sujet. En tout cas, le droit ne vous sera d'aucun secours ; vous l'aviez, je l'espère, tous compris ...

Nous arrivons maintenant à Mme Catherine GERST qui est Managing Director et donc praticienne de l'agence de notation DBRS. Je vais lui céder la parole pour qu'elle nous parle des difficultés et ambiguïtés du rôle des agences, en soulignant toutefois que tout ce qui vient d'être dit précédemment relativise tout de même - j'espère que cela a été noté - la question du rôle des agences.

Difficulté et ambiguïté du rôle des agences.

Mme Catherine GERST - Merci beaucoup. Pour essayer de répondre à cette question j'ai pensé qu'il serait utile de faire un très bref historique.

Finalement, d'où viennent les agences de notation ? Quel est cet objet étrange ?

Je voulais rappeler que les agences de notation ont été portées sur les fonds baptismaux par les régulateurs, la SEC au départ. C'étaient autrefois, depuis le début des années 1900, des journalistes financiers qui avaient accumulé des statistiques formidables sur les emprunts d'Etat américains. Au début de la désintermédiation dans les années 70, la SEC aux Etats-Unis a créé ces acteurs d'un genre nouveau (« agences de notation ») par la délivrance de ce fameux « sésame » qu'est le statut NRSRO, sans lequel aucune agence de notation ne peut fonctionner ni sur le marché américain, ni - il faut bien le dire - avoir une visibilité dans le monde.

Au départ, elles ont été portées sur les fonds baptismaux comme un outil de la désintermédiation. Cela a également été vrai en Europe.

Si l'on se rappelle par exemple du cas français, les agences de notation ont été invitées en France dans les années 80 par le Gouvernement de Pierre Bérégovoy à une époque

où la France a commencé à émettre des emprunts et à placer sa dette à l'étranger. Il s'est aperçu que, pour bénéficier de conditions financières favorables voire de conditions tout court, il fallait être noté.

Sans aller plus loin, je voudrais rappeler que la création des agences et leur internationalisation a été voulue, souhaitée, organisée par l'ensemble des régulateurs, emprunteurs souverains et par tous les autres acteurs de marché, afin d'accompagner le mouvement de désintermédiation.

Sans la présence des agences de notation et leur activité sur ce marché, je ne sais pas si l'ampleur de cette désintermédiation aurait été possible.

Je crois qu'il faut rappeler cela, sinon il est difficile de faire un diagnostic de la situation actuelle, du rôle des agences, de l'ambiguïté et des difficultés de leur rôle, et d'essayer de trouver des solutions potentielles pour améliorer le système.

En caricaturant, on peut dire que les agences de notation sont un outil-clé de la désintermédiation. Ce sont, en fait, les enfants de la désintermédiation. Elles ont servi et elles continuent d'ailleurs à émettre des opinions, des analyses, des mesures de risque de crédit qui, il faut bien le dire, sont restées pendant extrêmement longtemps seules dans leur genre et, finalement, bénéficient et continuent de bénéficier comme l'on dit de *track records* à ce jour encore inégalés statistiquement.

Une fois que l'on a rappelé cela, cela minimise ce qui a l'air d'être un paradoxe : finalement, il y a eu des crises de plus en plus nombreuses d'ailleurs, de plus en plus fréquentes sur ces marchés désintermédiés depuis leur apparition dans les années 70. Curieusement, on voit pratiquement chaque fois que le mouvement est le même : le rôle des agences de notation est effectivement pointé pour avoir ou trop anticipé et donc créé soi-disant la crise, ou de ne l'avoir pas vue, de l'avoir ignorée et d'avoir été en retard ; et à chaque fois, elles sortent de ces crises renforcées et encore plus puissantes qu'avant.

Je ne suis pas tout à fait d'accord avec ce qu'a dit M. FRANCO. Je pense que l'introduction des agences de notation dans le système de Bâle II a plutôt ouvert une autoroute supplémentaire aux agences en termes d'activité, de puissance, de présence, d'opérations potentielles.

Quand cela s'est-il passé ? Cela s'est passé tout de suite après ENRON.

Pour ENRON, on a effectivement montré du doigt les agences de notation, peut-être à juste titre. En même temps, on élabore la réglementation régulation Bâle II par un dialogue entre le régulateur bancaire et les banques, auquel les agences ne sont pas parties prenantes. Les plus grandes banques du monde capables de mettre toutes seules au point des systèmes d'évaluation interne le font effectivement sur leur propre système, mais on observe qu'elles utilisent les notes des agences dans leur système interne...

Pour les autres banques, qui ne seront pas en mesure, parce que trop petites et n'ayant pas les capacités d'investissement suffisantes, de mettre au point leur propre système d'évaluation interne, Bâle II leur impose d'utiliser les notes des agences de notation.

Cela a l'air complètement paradoxal. Pourquoi renforcer le rôle des agences à ce point ?

Point d'interrogation supplémentaire : quand ceci s'est passé entre 2001 et 2003, toutes les agences ont publiquement fait état de leur désaccord avec cette forme « d'instrumentalisation » qui consistait à les introduire encore plus dans la régulation.

Curieusement, comme c'est parfois le cas, elles n'ont absolument pas été entendues. C'était complètement inaudible. Si vous retournez sur le site des agences dans ces années, vous verrez les déclarations des unes et des autres disant : *Nous ne voulons pas être utilisés dans les régulations*".

Pourquoi n'ont-elles pas été entendues ? Je crois que c'est un phénomène assez classique : quand tout un système, en l'occurrence le système financier, trouve intérêt - dans le bon sens du terme - à une certaine démarche, si quelques acteurs sont en désaccord à l'intérieur de ce système, il leur est pratiquement impossible de se faire entendre.

Tout ceci est-il paradoxal ? Pas forcément. Comme je vous l'ai indiqué au départ, les agences sont les enfants de la désintermédiation.

Avant de passer à la conclusion et à la proposition, une question à laquelle je n'ai, bien sûr, pas de réponse : Que se passerait-il si l'on faisait une journée sans agence ? Aujourd'hui, on éteint les écrans Bloomberg, on enlève les notes et les agences ne publient pas pendant une journée, ne "monitorent" pas pendant une journée les marchés de la dette et du crédit, dont l'un des instruments d'évaluation, parmi d'autres et avec tous ses défauts, reste tout de même la notation

Aujourd'hui, que ce soit de la dette *corporate* ou de la dette titrisée, peut-on vivre sans les marchés désintermédiés tels qu'ils sont ? Si on ne peut vivre sans, on l'appellera peut-être un mal nécessaire ?

Je ne réponds pas à la question, mais je la pose.

J'arrive à la conclusion. Le thème est « Difficulté et ambiguïté du rôle des agences de notation ». Je ne répondrai pas de la sorte. Je dirais plutôt « ambiguïté de l'utilisation qui en est faite par les acteurs qui l'ont, eux-mêmes, créée ». Donc difficulté effectivement depuis le départ pour les agences de notation de fonctionner dans le monde qui les a créées et qu'elles évaluent au quotidien. Oui, c'est difficile, car elles interviennent souvent soit trop tôt, soit trop tard.

A partir de là, vient la question de leur responsabilité : sont-elles « responsables » en particulier de la crise du *subprime* ? Quelle est l'ampleur de leurs responsabilités ?

Si la question est "ont-elles dysfonctionné ?", je crois que l'on peut y répondre en deux temps.

L'ensemble du système ayant effectivement complètement dysfonctionné, de l'origination des crédits eux-mêmes à leur rachat par des banques, à leur *repackaging*, personne n'ayant rien vu ou n'ayant pas voulu voir..., les régulateurs eux-mêmes, dont ce n'est pas forcément la tâche au quotidien, n'ayant pas forcément pointé du doigt ces constructions au fur et à mesure de leur développement, les agences ont "dysfonctionné" comme l'ensemble du système. Il est en effet difficile de fonctionner dans un système qui, globalement, dysfonctionne.

A partir de là, ont-elles plus ou moins dysfonctionné que l'ensemble des autres acteurs ?

Je dirais qu'elles ont curieusement plutôt moins dysfonctionné, non pour défendre cette industrie mais pour rappeler qu'à la base, les agences évaluent le risque de crédit et non la liquidité.

Sont-elles capables d'évaluer le risque de liquidité ? C'est une vaste question à laquelle je ne sais pas répondre. Je sais dire que leur rôle, leur fonction est au départ l'évaluation du risque d'insolvabilité.

En fait, le risque d'insolvabilité a touché au départ les débiteurs du *subprime*, mais la crise que l'on voit aujourd'hui est moins une crise du *subprime* que ses conséquences sur la liquidité de marché. Je crois que l'on avait juste oublié que la désintermédiation suppose, en bout de course, une liquidité, c'est-à-dire des investisseurs, des prêteurs qui, en cas de besoin, sont là pour faire le *roll-over* du papier commercial ou des EMTN.

On se rend compte alors que l'on n'est pas dans le système bancaire mais que l'on est désintermédié. On est en dehors. Quand il n'y a pas de liquidité, c'est une catastrophe.

Les agences savent-elles évaluer la liquidité ? Je ne sais répondre à cette question. Au départ, leur rôle était d'évaluer le crédit. Elles ne l'ont peut-être pas assez dit, mais c'était leur fonction.

Je terminerai en disant qu'elles ont peut-être dysfonctionné, comme l'ensemble du système. Elles se doivent donc - c'est en tout cas notre position chez DBRS - de participer à toutes les pistes de réflexion sur la restructuration ou l'amélioration du système, notamment de leur propre industrie et y compris sur leur *business model*.

J'ai entendu, comme l'on entend souvent, qu'il y a conflit d'intérêt parce que, par exemple, sur les prix, ce sont les émetteurs qui payent les agences.

Vous payez votre médecin quand vous êtes malade. On ne dit pas que vous êtes en conflit d'intérêt avec lui ni qu'il fait exprès que vous restiez malade pour continuer à être payé. Être payé par son client est un système mondialement répandu. A mon avis, le problème n'est pas forcément là pour les agences.

Par exemple, être coté en bourse pour une agence de notation, devrait-il être possible ou pas ? Cette question se pose vraiment.

S'agissant ensuite des règles de fonctionnement interne, de la formation des analystes, la façon dont ils sont évalués, tout cela doit probablement être revu, amélioré de sorte que le Code de bonne conduite (le code des agences de notation) contribue au plus près à améliorer ce système, mais - j'ai envie de dire - à l'intérieur d'une amélioration globale du système.

Pour conclure, si tout dysfonctionne, il n'est pas possible pour l'un des acteurs de ne pas en subir les conséquences et également, à la fin, de dysfonctionner lui-même.

Ce sera ma conclusion.

(Applaudissements.)

M. le Président.- J'espère que les autorités ont bien entendu le message. Elles sont confrontées au risque de grève des agences si elles veulent trop réformer, comme tous les gens qui veulent trop réformer trop rapidement. (*Rires.*)

M. Michel ROUGER.- Je voudrais remercier chaleureusement cette table ronde qui a été minutieusement préparée par Philippe LAGAYETTE et qui se trouvait encadrée dans un temps court, mais nous avons un devoir de courtoisie à l'égard de M. PRADA et de Christian NOYER qui interviennent respectivement à 20 heures et à 20 heures 15.

Je crois que le plus simple est de rattraper tout de suite en faisant intervenir la seconde table ronde et nous bloquerons toutes les questions à la fin : il sera plus facile de faire la variable d'ajustement avec les questions qu'en plein milieu d'une table ronde ; je ne voudrais pas être discourtois ni avec le Président de l'AMF, ni avec le Gouverneur.

Grand merci !

(*Applaudissements.*)

Pendant que M. MOUILLON rassemble sa table ronde, je fais une allusion de mémoire : j'ai traité, il y a une petite trentaine d'années, la faillite d'une banque belge qui était exactement prise comme aujourd'hui dans la crise *subprime*, sauf qu'elle n'avait pas la titrisation. Elle avait un nom extrêmement savoureux, elle s'appelait la Banque Copine. J'ai récemment retrouvé un avocat qui était depuis au bord de la retraite et lui ai demandé : "*qu'auraient fait ces gens s'ils avaient eu la titrisation ?*" Il m'a répondu avec ce bon accent belge qui n'hésite pas à évoquer des histoires savoureuses : "*ils auraient jeté le pot de chambre sur le ventilateur*". Monsieur Christian MOUILLON, à vous !

<p>Table ronde n° 2 : « Transparence, concurrence et régulations ? » sous la présidence de M. Christian MOUILLON</p>
--

M. le Président.- Merci. Nous allons attaquer la deuxième table ronde qui a pour objectif de se mettre en perspective et de creuser un peu plus certains thèmes qui ont été évoqués dans la première table ronde, et de voir comment améliorer la situation.

J'ai autour de moi pour participer à ce débat :

- ▶ M. Pierre-Henri CONAC, professeur de Droit à l'Université de Luxembourg,
- ▶ Mme Barbara RIDPATH, Executive Managing Director de STANDARD & POORS et en charge de la notation pour l'Europe,
- ▶ M. Olivier GARNIER, Directeur général adjoint de SOCIETE GENERALE Asset Management,
- ▶ M. LITZLER, Directeur général de CALYON,
- ▶ M. RAMEIX, Secrétaire général de l'AMF.

Et je voudrais, comme l'a déjà évoqué le Président ROUGER, excuser Xavier de KERGOMMEAUX, associé gérant du Cabinet GIDE-LOYRETTE-NOUEL, empêché au dernier moment par un grave évènement familial.

Transparence de l'information

Avant d'entrer dans le vif du sujet et d'être en interaction avec les participants de la table ronde sur certains thèmes, je voudrais moi-même donner deux éclairages rapides :

- Le premier est que je crois, au-delà de tout ce qui a été dit, fondamentalement nous nous sommes trouvés dans une réelle crise de transparence. Toute la question de l'information financière revient encore une fois au cœur du sujet.

Des textes sont en cours d'application : la fameuse IFRS 7 a justement pour but de donner beaucoup plus d'informations sur les risques financiers et il y a aussi le « pilier 3 » de Bâle II, qu'il faudra le moment venu "stress-tester", sans faire un jeu de mots, pour vérifier si ces textes peuvent effectivement résister aux crises.

- Je sens aussi poindre depuis quelque temps un débat sur le thème : est-ce que les règles comptables ne sont pas un facteur d'accélération des crises ? On parle beaucoup du *marked to market*.

Je me souviens qu'il y a un certain nombre d'années nous n'avions pas de *marked to market*. Il y a eu un certain nombre de crises et l'on a dit qu'il fallait justement du *marked to market* pour pouvoir mesurer les risques. Maintenant qu'on l'a, on nous dit que c'est ce qui a engendré la crise...

Je suis commissaire aux comptes. J'ai audité les comptes de deux très grandes banques françaises et j'ai pu observer que les normes IFRS - si l'on prend celles-là – ont en réalité beaucoup plus encadré le *marked to market* que cela ne l'était auparavant. Qu'est-ce que cela aurait été si elles n'avaient pas été là !

Je pense aussi que ce sont ces mêmes règles comptables qui ont fait reconsolider certains véhicules. Encore une fois, si elles n'avaient pas été là, d'autres choses se seraient peut-être passées.

Je pense qu'il est utile d'avoir dans ce domaine un juste équilibre. J'encourage les régulateurs comptables - je suis commissaire aux comptes et pas régulateur comptable - à se poser ces questions pour voir comment on peut régler toutes ces questions.

Avant de finir et de passer la parole à nos intervenants, je crois que la première question immédiate - que je vais poser à M. LITZLER - est finalement la question qui est au bout des lèvres de chacun : on a besoin de retrouver la liquidité, on a besoin de retrouver des marchés en confiance. Je crois que la question de la transparence est essentielle et donc la question de prendre les pertes comptables, il faudra bien les prendre en fin d'année. Il y a du *marked to market*, il y a du *marked to model*, mais à la fin des fins, il faudra bien les prendre dans les comptes et il ne faudra pas avoir d'hésitations.

Je me suis trouvé il y a une quinzaine de jours avec mon Chairman mondial à aller voir le *Treasury Secretary* Henri PAULSON qui voulait discuter de certains sujets relatifs à ces questions et le message a été très clair : "vous, en tant qu'auditeurs, vous avez une responsabilité très importante" et nous en sommes extrêmement conscients.

Comment rétablir la liquidité ?

Monsieur LITZLER, la première question est pour vous. Comment, de votre point de vue, voyez-vous la liquidité reprendre ?

Dans la foulée de cette question, il serait intéressant de voir, après la liquidité, finalement, si la titrisation, qui a eu au cours du temps un réel intérêt et a permis des refinancements, a tout de même créé de la valeur.

L'innovation financière ne doit pas être systématiquement jetée. Comment voyez-vous les évolutions ? Comment cette titrisation peut-elle reprendre ? Et, au-delà, une question plus générale est en liaison avec ce qu'a dit M. AGLIETTA : que fait-on sur les modèles ? Des révolutions sont-elles à faire ? Doivent-ils être changés ? Comment les paramètres peuvent-ils être mieux calibrés ?

M. Marc LITZLER.- La question est vaste. Je ne dispose évidemment pas de boule de cristal pour vous donner des indications sur ce que pourrait être une sortie de cette crise de liquidité, d'autant qu'elle peut avoir comme conséquence de déboucher sur une crise du crédit. Ce n'est pas totalement exclu à ce stade.

En revanche, je crois que l'on peut donner des indications sur les conditions qui doivent être réunies pour que nous sortions de cette crise.

D'abord, deux ou trois éléments de contexte avant d'en venir à la réponse plus directement :

Pour ceux qui ont eu l'occasion de voyager récemment dans des régions autres que l'Europe et les Etats-Unis, il n'y a pas de crise en Asie, il n'y a pas de crise dans le Golfe. Il y a des régions dans le monde où la crise actuelle est totalement inconnue. C'est une crise des pays occidentaux.

Ensuite, c'est peut-être la première crise bancaire qui n'est pas une crise des clients des banques, ce n'est pas une crise des clients des *Savings & Loans*, des clients des *hedge funds*, des clients particuliers, ni une crise de l'immobilier. C'est une crise des banques elles-mêmes.

Ce n'est évidemment pas une crise de la liquidité puisque la liquidité est toujours là. Non seulement elle est là, mais elle l'est dans des conditions de plus de plus abondantes puisque la liquidité est un reflet de l'épargne, et l'épargne continue de croître et croît d'ailleurs plus vite que la production mondiale.

Ce n'est donc pas une crise de la liquidité. C'est une crise de confiance des intervenants bancaires, des banques.

C'est la première chose à souligner.

La manière de sortir de cette crise, la condition indispensable est de retrouver confiance dans les banques, confiance dans leur solidité financière. Pour cela, il faut bien évidemment certains dévoilements : des positions, des provisions, des expositions sur ces fameux papiers, papiers de *subprime*, papiers de CDOs d'ABS, de produits structurés à deux, trois niveaux de dérivés qui sont dans nos bilans et qui ont constitué des stocks-outils

nécessaires pour fabriquer les produits d'épargne qui ont été vendus à des investisseurs institutionnels.

Il a été mentionné dans l'introduction de cette soirée, des montants de 400 / 450 milliards de dollars de pertes, dont 100 milliards de dollars sont aujourd'hui identifiés dans des publications de différentes banques américaines ou européennes à ce stade. Le reste est d'ailleurs assez largement dans les actifs des investisseurs institutionnels.

Les banques sont amenées à dévoiler ces positions plus rapidement que l'industrie de la gestion simplement parce que les banques sont régulées et parce que, en face des risques qu'elles portent, elles sont obligées de constituer et de mettre en évidence des fonds propres. C'est la raison pour laquelle les pertes se révèlent plus vite dans l'industrie bancaire que dans l'industrie de l'*asset management*.

L'autre élément à avoir en tête, je l'ai dit tout à l'heure, est que c'est une crise de la confiance du système bancaire. Les banques sont aujourd'hui elles-mêmes très réticentes à se prêter entre elles.

Parmi les principaux prêteurs des banques se trouvent les gestionnaires d'actifs. Or, les gestionnaires d'actifs ne prêtent plus aux banques aujourd'hui, non seulement parce qu'elles font face à cette crise de confiance, mais également parce qu'elles ont elles-mêmes besoin de cette liquidité pour faire face à la propre demande de liquidité de leurs clients finaux. Etant porteur de ces papiers qui présentent une faible liquidité, elles sont obligées de garder en réserve ces liquidités de manière à pouvoir faire face à des remboursements anticipés éventuels.

Nous sommes donc dans une situation bloquée, qu'il faut également compléter du fait que toute émission de *Lower Tier I* est actuellement à peu près impossible et que l'on a même vu la fermeture d'un marché ultra régulé et protégé des *Covered Bonds* : même ce marché présente aujourd'hui des difficultés de fonctionnement importantes.

Les banques, les intervenants bancaires intermédiaires, essentiellement les banques de financement et d'investissement - ces banques dont l'activité principale est de faire cette intermédiation entre le monde du financement et le monde de l'investissement - se retrouvent dans une situation où les photographies de fin d'année, qui détermineront le montant de fonds propres à mettre en face de leurs engagements, rendront ces calculs assez problématiques.

Ils le seront d'autant plus que se pose évidemment la question de savoir comment on va ré-évaluer ces papiers, ces CDOs d'ABS ; cela a été assez largement évoqué par le professeur AGLIETTA lors de la précédente table ronde.

Pour revenir sur ce sujet crucial pour nous, dans *marked to market*, il y a évidemment « *market* ». Pour avoir un *marked to market* efficace, encore faut-il qu'il y ait un marché. S'il n'y pas de marché, en tout cas c'est la position assez largement partagée des banques européennes, nous disposons aujourd'hui de modèles qui nous permettent de modéliser le prix de ces actifs, qui font donc un pont assez compliqué d'un point de vue modélisation entre le comportement élémentaire de ces prêts immobiliers et ces produits qui sont des dérivés de deuxième ou de troisième niveau sur ces prêts.

On peut d'ailleurs altérer également ces prix en disant que les paramètres des prêts élémentaires, je les altère ou je fais des hypothèses dégradées, auquel cas je fais non pas un *marked to model*, mais un *marked to stress* ; cela est également possible, évidemment en concertation et en accord avec les commissaires aux comptes et les autorités de tutelle.

Mon point est de dire que si nous devons être amenés à marquer *to market stricto sensu* et qu'à la fin de l'année les opérateurs, ou les banques les plus faibles, ou les opérateurs les plus faibles, devaient être amenés à solder certaines de leurs lignes, cela forcerait l'ensemble du système bancaire à marquer ces lignes au prix des soldeurs.

C'est-à-dire que les plus faibles de l'industrie imposeront les prix à l'ensemble de l'industrie. On peut par conséquent être amené, en étant dans une situation de cette nature, à marquer ces lignes extrêmement bas et à des niveaux totalement décorrélés des hypothèses les pires sur les probabilités de défaut et de recouvrement de ces prêts *subprime* américains.

Je crois qu'il faut aussi garder quelque part en tête que le *subprime* est une innovation technologique. C'est un progrès dont disposent les Américains et dont nous ne disposons pas. Une personne handicapée en France ne peut pas emprunter pour acheter son logement. C'est possible aux Etats-Unis. Cela s'appelle le *subprime*.

Ceci pour rappeler qu'il faut faire attention aux amalgames un peu grossiers sur le bien-fondé de ces techniques. Ce sont les techniques de *subprime*, c'est la réglementation des *subprime*, ce sont les techniques de titrisation qui ont finalement permis de faire dans les dix dernières années 2 millions de logements sociaux par an aux Etats-Unis. Cela n'enlève rien à la gravité de la situation actuelle.

Je crois que nous faisons aujourd'hui face à un problème de valorisation de ces papiers, *marked to model*, *marked to stress*, *marked to market*. C'est un problème important auquel nous devons collectivement apporter des réponses, rapidement d'ailleurs puisque les échéances de fin d'année se précisent, réponses dont dépendra également assez largement le retour à la normale de la situation de la liquidité qui, elle-même, conditionnera également la situation en matière de crédit, notamment la possibilité des banques de pouvoir continuer à prêter à l'ensemble du système économique mondial.

La titrisation a-t-elle encore un avenir ?

M. le Président.- Un dernier mot sur la titrisation : Comment voyez-vous les choses évoluer pour que le marché redémarre ? Je crois qu'il faut vraiment une réduction de l'incertitude...

M. Marc LITZLER.- Très schématiquement, je crois qu'il y a eu deux sortes de titrisation :

Les titrisations très classiques d'ABCP qui sont des formes un peu améliorées de l'affacturage en quelque sorte. Quand on titre des créances d'entreprise, quand on titre des cartes de crédit, tout cela a, de mon point de vue, été une innovation majeure dans l'industrie financière et ne pose pas de problème majeur, si ce n'est qu'aujourd'hui le fonctionnement de ces titrisations est ralenti.

En revanche, le principe des titrisations a également été utilisé- comme l'a rappelé le professeur AGLIETTA - pour financer à court terme des actifs de plus long terme et des actifs de modélisation et de complexité supérieures.

Dans ce domaine d'ailleurs, les réglementations Bâle II auront probablement des impacts régulateurs meilleurs que les anciennes régulations.

Il faut faire attention à ne pas faire l'amalgame entre les véhicules classiques de titrisation de créances commerciales qui fonctionnent très bien, qui sont aujourd'hui ralentis mais qui devraient, selon moi, assez vite retrouver une situation normale, et ces fameux SIV aux titrisations plus structurées qu'il faudra probablement revoir. C'est une forme d'intermédiation qu'il faudra probablement rendre plus transparente.

(Applaudissements)

Revoir le *business model* des agences ?

M. le Président.- Je vous propose de revenir sur certains thèmes évoqués par notre collègue de DBRS. Je crois que la situation a été assez bien décrite. Elle a indiqué certaines pistes qu'il faudrait éventuellement explorer. La question que j'ai envie de vous poser est principalement de deux ordres :

Au fond, est-ce que, de votre point de vue, les agences de notation doivent avoir un statut professionnel ? Finalement, quels doivent être leurs rôles- car elles contribuent indirectement à une sécurité des marchés : est-ce la sécurité des marchés ou est-ce simplement une information ?

Si c'est un statut professionnel, je dirais que c'est un peu comme ma profession, on doit avoir un régime de responsabilité et les attributs attachés à ce statut et, *de facto*, on en vient très vite à la question : finalement, quel doit être *le business model* des agences de *rating* ?

Ce n'est pas que je veuille être dans le même camp que Mme GERST sur le point de savoir qui on facture, car je ne suis pas totalement sûr que ce soit le sujet.

En revanche, la séparation de certaines activités, ne pas confondre les activités de conseil et les activités d'audit s'applique-t-il à notre profession ? Il serait assez intéressant d'avoir votre point de vue sur ce sujet.

Mme Barbara RIDPATH.- Je ne suis pas commissaire aux comptes.

Nous sommes parfaitement conscients en tant qu'agence de notation que nous sommes énormément concernés, parmi les acteurs du marché, par cette crise. Nul chez nous ne voudrait éviter d'engager un débat sur ce que l'on devrait faire pour améliorer notre performance future. Il est absolument clair que nous voudrions bien être partie prenante à une solution quelle qu'elle soit.

C'est peut-être la différence avec d'autres crises, où notre rôle était de moindre importance.

Parmi les solutions déjà évoquées, il y a la possibilité, comme vous le dites, de professionnaliser l'analyste de crédit à la manière d'un auditeur comptable. Nous avons

débatu sur ce sujet au sein de notre société. Cela voudrait dire une formation particulière, et notamment un bureau de standards sur non seulement le comportement, mais sur le "comment faire" et le règlement de l'opération dans ce domaine.

Ce n'est pas exclu, mais pour le moment notre avis est que cette qualification existe déjà dans ce que l'on appelle dans le monde anglo-saxon le *Chartered Financial Analyst* qui signifie "analyse financière". Ce programme de trois années d'études avec des examens à chaque niveau est non seulement vivement encouragé pour tous nos analystes, mais également payé par la société au titre de la formation avec les temps de cours à suivre et des mécanismes pour avoir du temps libre afin de poursuivre ses études. De plus en plus de nos analystes passent ces examens et sont au premier rang des inscrits

L'autre difficulté d'avoir un groupe professionnel est que l'analyse de crédit est aussi le métier de tous les banquiers de la Place. Nous ne sommes pas les seuls à être censés faire de l'analyse crédit ; tous les banquiers sont censés le faire. Comment distinguer notre travail de celui de banquiers pour l'octroi du crédit ?

Il faut peut-être faire quelque chose pour les deux, mais je crois que singulariser les agences de notation parmi d'autres professionnels du crédit serait faire un *distinguo* qui n'est pas valable. Je crois cependant que c'est tout de même à explorer ; nous l'examinons au sein de notre société pour voir si, nous aussi, nous serions prêts à le proposer.

Sur le *business model* je voudrais intervenir sur cette idée du client qui paie ; mais, pour commencer, sur cette idée du conflit d'intérêt, je crois que le vocabulaire des agences et le vocabulaire du marché sont fort différents.

Nous n'avons, d'après nous, aucune activité de conseil chez nous. Je ne veux pas parler pour les autres agences, mais nous ne le faisons pas dans le domaine de la notation.

Le professeur AGLIETTA voudrait dire que les itérations dans la titrisation ressemblent trop au concept de conseil.

Nous n'assimilons pas ce travail au conseil parce que tout cela est accessible au grand public, puisque c'est publié sur tous nos sites *web*. Si un conseiller donne du conseil, ce n'est que pour le client, c'est payé par le client et personne d'autre n'a accès à ces renseignements.

Quand l'on fait l'itération d'une titrisation, la note est donnée et le raisonnement comme le bien-fondé de cette titrisation se retrouvent sur notre site *web*. Toute autre partie prenante pourrait utiliser les mêmes techniques. Il ne s'agit pas, selon moi, de conseil. Il s'agit de renseignements librement donnés parce que personne n'alerte ou ne donne une information qui ne serait pas accessible à tous nos clients.

C'est la première partie, mais nous pouvons encore discuter. Il est très clair que notre rôle dans la formation et l'éducation du marché pour clarifier ces points est, ici, évident .

Sur le *business model* , je vais citer une personne des autorités de tutelle.

Dans notre modèle où c'est l'émetteur qui paie, il faut rappeler avec insistance qu'aucun de nos clients ne représente plus de « 0, quelque chose » de notre chiffres d'affaires total. Nous n'avons aucun intérêt à faire des notes spéciales, au détriment de notre chiffre d'affaires, pour un client qui ne représente qu'une toute petite partie de notre revenu global.

En revanche, je trouve intéressant de savoir comment fonctionnerait un modèle payé par l'investisseur. Je demanderais peut-être à M. GARNIER plus tard quel investisseur paierait pour quelque chose qui serait disponible pour tout le marché. Je ne connais aucun investisseur qui serait prêt à payer pour des informations publiquement disponibles.

Jusqu'à présent, toutes les autorités de tutelle nous ont obligé à rendre une notation publique. J'en suis ravie, car nous sommes pour la transparence. Nous voudrions bien que tout le monde puisse recevoir nos notes soit par Bloomberg (qui n'est pas gratuit), soit par les journaux, soit par notre site *web*.

Dès que l'on sera obligé de faire payer l'investisseur, ces notes ne seront plus publiques. Je ne crois pas que cela rendrait service au marché.

Ensuite, il y a autre élément sur qui devrait payer, un troisième modèle : le service public. Il se peut que les Autorités de tutelle nous demandent de devenir un service public. Dans ce cas, tous les investisseurs paieront un forfait pour un service qu'ils seront obligés d'accepter, tout comme les émetteurs.

Nous travaillerions dans ce cas sous la tutelle d'une autorité qui nous obligerait à opérer avec les moyens et selon les méthodes qu'elle déciderait et, à la prochaine crise, nous verrons bien qui portera la responsabilité...

(Applaudissements.)

M. le Président.- Si vous le permettez, j'aimerais revenir sur un des sujets évoqués : Les agences de notation, qui notent le risque de crédit, la solvabilité, doivent-elles noter la liquidité ? Quel est votre point de vue ?

Mme Barbara RIDPATH.- Je trouve un paradoxe assez intéressant. Nous voudrions bien trouver une façon de noter à la fois la liquidité et la volatilité. Mais, d'un côté, tout le monde nous dit que nous sommes nuls, que nous ne savons pas ce que nous faisons. On ne sait faire de notes, on ne devrait pas être dans ce *business*... "*En revanche, pourriez-vous me donner encore des renseignements sur la liquidité et la volatilité ?*"

Si nous sommes si nuls, pourquoi nous le demander ? *(Rires.)*

Je crois que la liquidité est fort difficile à mesurer : combien de *market makers* y a-t-il ; qui détient les titres ? Ont-ils l'intention de les porter jusqu'à maturité ou sont-ce des *traders* ?

M. le Président.- L'intention...

Mme Barbara RIDPATH.- Oui, c'est l'intention. C'est ce qui détermine la liquidité : le volume et la capacité d'en trouver d'autres de l'autre côté. C'est pourquoi la Banque Mondiale ou la République Française ont des émissions beaucoup plus liquides. C'est le même raisonnement, mais dans un sens plus large.

Pour la volatilité, nous sommes convaincus d'y arriver finalement, mais la volatilité doit être mesurée à l'intérieur d'une classe d'actifs ou d'une classe d'émissions. Par exemple, pour la volatilité pour les CDOs, on y est presque. Comparer la volatilité des CDOs à celle des prêts hypothécaires ne prend pas plus de temps.

En principe, la volatilité sera largement une fonction de la granularité des actifs sous-jacents dans la titrisation. Plus il y a d'actifs, moins il y a de volatilité. C'est aussi simple que cela !

Responsabiliser les agences ?

M. le Président.- Monsieur le Professeur CONAC, vous êtes professeur de droit. J'ai envie de vous interpellier sur ce dont nous avons parlé avec Mme RIDPATH : le statut et la responsabilité. Doit-elle être organisée ? Doit-elle être juridique ? La pression de réputation suffit-elle ou devrait-elle suffire à conduire à des comportements de qualité de la part des agences de notation ?

M. Pierre-Henri CONAC.- Merci. La perte de réputation est effectivement un garde-fou très sérieux pour les agences. C'est évident. Si, pour gagner 0,1 % de part de marché supplémentaire, on perd sa réputation, le risque est énorme !

Comme je suis juriste, je trouve qu'il faut un peu de responsabilité. J'ai du mal à imaginer un monde sans responsabilité. Lorsque je me penche sur les agences de notation, je découvre - oh stupeur ! - un monde où il y a très peu de responsabilité.

Les agences de notation, bien sûr, sont très sérieuses. Elles font bien leur travail, mais il y a tout de même quelque chose d'un peu surprenant.

Je tiens à dire que je n'ai absolument aucune hostilité quelconque à l'égard des agences de notation, qu'il ne faut absolument pas prendre comme bouc émissaire de la crise. Ce sont des propos très libres et très généraux.

Une question m'interpelle en tant que juriste et aussi au regard du marché : dans la chaîne de l'information, tout le monde est responsable, et les responsabilités sont très fortes. Les banques d'investissement, les analystes financiers, les commissaires aux comptes, les dirigeants de société - on a vu cela aux Etats-Unis - ont tous de très fortes responsabilités. Quand on se penche sur les agences de notation qui ont un rôle très important, il n'y a plus personne, il n'y a quasiment plus de responsabilité. Un chaînon dans la chaîne est juridiquement quasiment irresponsable. Cela me paraît une anomalie.

Je ne souhaite pas la responsabilité pour la responsabilité, mais il paraît étonnant, à côté d'acteurs très responsables, que d'autres échappent quasiment à toute responsabilité.

Ce n'est pas totalement exact. Il y a en réalité, une apparence d'irresponsabilité. Il n'y a pas une absence de responsabilité. Les juristes ont horreur du vide. Il n'y a de vide juridique nulle part. Les agences ont bien, il est vrai, une image d'absence de responsabilité perçue par tous et peut-être aussi par les agences.

Cette image vient des Etats-Unis pour l'essentiel, où les agences, en cas d'action en responsabilité par des investisseurs qui diraient : *"J'ai acheté des titres AAA parce qu'ils étaient AAA et il n'y a finalement pas de remboursement. Je demande un paiement. Je vous attaque en responsabilité"*, sont protégées par le premier amendement de la Constitution sur la *free speech*, la liberté de la presse. Il est donc quasiment impossible de mettre en jeu leur responsabilité, sauf à établir une intention de nuire. Là, je tremble évidemment, on ne peut imaginer que les agences de notation agissent avec une intention de nuire dans le *rating*.

Aux Etats-Unis, il n'y a quasiment pas de jurisprudence. Une ou deux affaires ont donné lieu à des transactions où des investisseurs mécontents ont récupéré quelques dollars, mais cela n'a rien à voir avec ce que l'on a pu voir en matière de commissariat aux comptes.

La situation est différente en France, de même qu'en Europe, sur le papier puisqu'il n'y a pas la protection du droit de la presse. En France, les agences de notation tomberaient sous le principe de l'article 1382 du Code civil, la responsabilité délictuelle ; l'investisseur qui a utilisé le *rating* pour prendre sa décision d'investissement pourrait dire : *"je me suis basé sur ce rating. J'engage la responsabilité au titre de l'article 1382 : « tout fait quelconque de celui qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer" .*

Il faut donc une faute, un dommage et un lien de causalité. Rien ne l'empêche.

Je ferai une remarque sur l'idée avancée selon laquelle il faudrait peut-être que ce soient les investisseurs qui paient les agences. Surtout pas ! Surtout pas d'un point de vue juridique. Que feront tout de suite les agences ? Elles mettront des clauses limitatives ou exonératoires de responsabilité. Avec l'article 1382, ce n'est pas possible. Donc, surtout ne pas basculer sur ce modèle pour cette raison.

Il n'y a pas de cas de responsabilité en France. J'ai regardé d'autres pays : il n'y en a pas non plus en Belgique apparemment. On peut se dire que cela n'existe finalement pas. Cette absence de responsabilité est perçue.

C'est vrai, mais le texte est là. On disait cela aussi des analystes financiers pendant très longtemps en France, puis il y a eu l'affaire LVMH - MORGAN STANLEY avec l'article 1382 qui a été utilisé pour obtenir une condamnation en première instance de 30 Millions d'euros. Cela a évidemment été réformé en appel.

C'est donc tout à fait possible.

On peut faire la même comparaison avec la responsabilité des émetteurs au titre de la fausse information. Dans ce domaine, pendant très longtemps aussi, la jurisprudence française a été quasiment lacunaire. Depuis trois ans, ce n'est plus du tout le cas.

En faisant une comparaison entre la responsabilité d'une société qui aurait donné une fausse information au public, on peut très bien transposer la jurisprudence qui s'est dégagée depuis trois ans sur ce qui arriverait si quelqu'un poursuivait une agence en France. Les solutions me paraissent notamment transposables.

Que faut-il ? Il faut une faute, un dommage et un lien de causalité.

L'investisseur dit : *"J'ai acheté l'obligation AAA parce qu'elle était notée AAA. A cause de cela, j'ai finalement perdu l'argent. Donc j'engage la responsabilité de l'agence qui m'a finalement incité, qu'elle le veuille ou pas parce que c'est public justement, à acheter" .*

Commençons par le lien de causalité.

L'agence doit dire : *"j'ai noté AAA, mais est-ce vraiment ce qui vous a incité à acheter le titre noté AAA ?"* Ce ne serait pas un problème si difficile que cela juridiquement parce que de nombreux investisseurs institutionnels peuvent acheter uniquement du AAA ou seraient spécialisés dans certains produits *investment grade*. Il serait facile de dire : *"je l'ai*

acheté parce que je ne pouvais statutairement qu'acheter ce type de titres. Si cela n'avait pas été noté AAA, je ne l'aurais pas acheté".

De plus, si l'on prend la jurisprudence en matière de fausse information du public par les émetteurs, on voit que la jurisprudence, les cours d'appel et la Cour de cassation ne sont pas très exigeantes sur les liens de causalité.

Maintenant, que peut être le dommage ?

La jurisprudence se divise un peu. Certains disent : "*c'est la perte que j'ai subie*" et d'autres : "*c'est une perte de chance*". Qu'importe, le juge trancherait.

Le problème est la faute.

Il me paraît difficile de prouver une faute d'agence. Il faut d'abord que l'émetteur ne rembourse pas, ce qui n'est pas un cas si fréquent; c'est assez rare. Et il faut prouver que l'agence a commis une faute dans l'évaluation ; or, les agences sont sérieuses. C'est finalement au niveau de la faute, à mon avis, que le problème se pose.

Je ferai donc deux propositions pour conclure :

- Elargissons les cas potentiels de responsabilité des agences. Demandons-leur non pas de noter simplement le risque de non-remboursement, mais pourquoi pas aussi le risque de volatilité... Amenons-les dans des pièges, des cas où il sera plus facile d'engager leur responsabilité et là, en quelque sorte, il y aura plus de risques de faute. De plus, c'est une demande du marché.

Soit on attend que le marché s'autorégule et le demande, soit on peut le demander de manière autoritaire.

- Puisque, même dans ce cas, je pense que les agences font bien leur travail pour échapper la plupart du temps à leurs responsabilités, vu leur rôle, vu leur importance, elles ne peuvent rester en dehors d'une régulation par les autorités publiques, que ce soit l'AMF en France ou la SEC aux Etats-Unis.

Il faudrait créer un statut avec la possibilité pour ces agences, pour les autorités, de prononcer des sanctions administratives avec, de plus, possibilité de publication sur les sites Internet qui sont une forme de *naming and shaming* qui serait plus douloureux qu'une sanction pécuniaire.

Il n'y a pas de raison, vis-à-vis des autres acteurs, qu'elles y échappent. Je n'appelle évidemment pas à les sanctionner s'il n'y a pas de raison. S'il est constaté dans la méthode utilisée qu'une faute a été commise, ce n'est pas suffisant pour entraîner une responsabilité civile parce qu'il n'y a pas forcément eu de non-remboursement, mais ce comportement n'est peut-être pas professionnel et, à ce titre, il doit être sanctionné d'une manière ou d'une autre.

Actuellement, il n'existe quasiment pas de possibilité de sanction.

Voilà ma conclusion.

(Applaudissements.)

M. le Président.- Nous avons là un point de vue très fort d'un intervenant qui veut conférer un statut aux agences de notation avec un système de responsabilité, lui aussi, très fort.

J'ai bien entendu ce qu'a dit M. BESSON en indiquant que l'on avait conféré un rôle de quasi-régulateur aux agences de notation. Monsieur Olivier GARNIER, vous qui êtes investisseur, quel est votre point de vue ? Finalement, la notation est-elle une information ou est-ce réellement quelque chose que l'on peut prendre « pour argent comptant » ?

Revisiter les attentes des investisseurs et des autorités vis-à-vis des agences ?

M. Olivier GARNIER.- Puisque nous sommes un peu à la fin des discussions et qu'il faut aller vite, je vais un peu forcer le trait.

Je prendrai plutôt le contre-pied de ce qui vient d'être dit pour dire que, de mon point de vue, il faudrait plutôt aller à l'inverse et revenir à ce qui est à la base du métier de la notation.

Mme GERST a dit, au départ, que les notateurs étaient des journalistes financiers. A la limite, s'ils redevenaient des journalistes financiers, du point de vue de l'investisseur que je suis, je crois que ce serait cela ne serait pas un mal- je caricature pour faire vite parce que je vois le Président ROUGER.

Pour moi, le problème vient plutôt de l'utilisation qui a été faite de la notation aussi bien par les régulateurs d'un côté que par les banques et les investisseurs de l'autre, en transformant finalement ce qui était une simple opinion en une quasi-certification.

Ma recommandation - et je vais expliquer pourquoi - serait plutôt de faire marche arrière :

- Proscrire autant que possible toute référence explicite aux notations dans les réglementations, dans les contrats, ou même quand tel client nous dit : "*je vous interdis d'investir sur un papier qui aurait moins de telle note*". C'est compliqué à faire, mais je simplifie.

- Eviter de réguler toujours plus les agences de notation.

Je ne vais pas revenir parce que l'on a déjà fait l'histoire de la notation, mais pourquoi, finalement, est-on passé d'un modèle où la notation était une opinion à aujourd'hui une certification ? C'était très clair dans le cadre des Etats-Unis.

C'est encore plus clair si l'on prend le domaine des crédits structurés où l'on voit bien, comme l'a indiqué Michel AGLIETTA tout à l'heure, que l'on a inversé la logique de la notation. C'était avant plutôt un constat *ex post*, et cela devient là un objectif à atteindre : on fait tourner le modèle à l'envers pour obtenir la notation et, dans ce cas, la notation devient une autorisation d'acheter, le notateur délivre une sorte de certificat : "*vous pouvez acheter ce papier*".

C'est tout à fait dangereux parce que cela déresponsabilise tout le monde, aussi bien du côté banque que du côté investisseur.

Pourquoi ?

Une première réponse serait de dire qu'à partir du moment où les notateurs sont devenus des certificateurs, ce serait l'approche que l'on entend parfois aujourd'hui : *"justement, c'est pourquoi il faut réguler ces institutions"* voire parfois on entend dire : *"pourquoi n'est-ce pas la Banque centrale qui fait ce métier ?"*

Je vois au moins quatre raisons qui font que cela me semblerait dangereux :

- Premièrement, la notation, même si elle était tout à fait réglementée et que cela émanait de Christian NOYER lui-même, de toute façon, serait sujette à erreur. C'est complètement sujet à erreurs répétées. A la base, je suis un économiste. Les économistes font aussi des erreurs. On voit bien sur le sujet *subprime* une variable-clé dans la notation : par exemple l'hypothèse sur l'évolution des prix immobiliers. Aujourd'hui, qui peut assurer connaître exactement ce que sera, dans les douze prochains mois, l'évolution des prix immobiliers ?

De plus, on voit bien que si l'on essaie de normaliser au maximum (comme vous l'indiquiez tout à l'heure, on essaie de dire maintenant qu'il faut prendre en compte la volatilité, la liquidité...), comment, avec juste trois lettres, arrivera-t-on à prendre tout cela en compte alors que l'on a déjà du mal pour le risque de crédit ?

Il y a là une première impossibilité.

- Deuxièmement, plus on réglemente, plus il y a un risque, selon moi, de dégradation de la qualité des notations.

Pourquoi ? D'abord parce qu'on le voit bien, le premier effet disciplinaire dans le domaine de la notation est la réputation, c'est le capital « réputation ». Si finalement les agences, une fois qu'elles sont agréées, peuvent tout se permettre, elles n'ont plus besoin de préserver leur réputation.

Ensuite, on élève les barrières à l'entrée dans ce cas. Cela veut dire : moins de concurrence, moins de diversité des points de vue, et, si cela devient carrément des agences publiques, on peut se poser la question d'arriver à attirer des gens suffisamment compétents pour faire ce type de travail.

Un dernier point est aussi un phénomène bien connu des économistes, par exemple en politique monétaire - M. AGLIETTA doit connaître cela -, c'est ce que l'on appelle la loi de GOODHART : quand on prend pour objectif un certain indicateur, comme tout le monde se met à optimiser par rapport à cet indicateur, même s'il était très pertinent, cet indicateur n'a plus aucune valeur.

L'exemple que je prends souvent est celui, dans un autre domaine - celui des finances publiques- du fameux déficit de Maastricht où, au départ, quand l'on avait pris ce critère pour juger du caractère sain ou non d'une politique budgétaire, on avait dit : *"on ne va surtout pas prendre le déficit qui vient de la Direction du Budget qui est toujours manipulé, mais celui calculé par les comptables nationaux type INSEE, qui est vierge"*

Une fois qu'on l'a pris comme objectif, toute une créativité comptable s'est développée et tout le monde optimise par rapport à cet indicateur qui, aujourd'hui, ne veut plus rien dire.

Quand les notations ont un statut réglementaire, même si elles étaient bonnes au départ - j'ai dit d'ailleurs qu'elles sont nécessairement imparfaites - de toutes façons, cela ne fonctionne pas.

- Troisièmement - c'est ce que l'on voit bien aujourd'hui d'ailleurs dans l'effet un peu multiplicateur des erreurs -, plus on réglemente, plus on normalise, plus tout le monde utilise les mêmes méthodes ; s'il y a une erreur comme celle faite en matière d'évolution des prix immobiliers, cela se retrouve partout. De plus, quand vous faites des CDOs, des tranches, etc., l'erreur qui était au départ dans la première erreur se retrouve partout.

Pour lancer une petite pique aux agences, quelque chose m'a toujours paru bizarre : elles vont parfois revoir leur modèle pour les CDOs ou même leurs hypothèses sur les émissions nouvelles, sur les nouveaux papiers, mais l'erreur qui traînait dans les anciens reste toujours et on va remettre du papier dans lequel il y a l'erreur, qui sera dans la nouvelle structure. C'est une remarque en passant.

Tout cela veut dire que plus on réglemente, plus on déresponsabilise aussi parce qu'il est à ce moment facile de dire : *"Pour nous, investisseurs, vis-à-vis de nos clients on avait acheté ce papier : c'était Moody's ou S&P qui l'avait dit ; donc, on est en règle"*.

- Enfin, un dernier élément que je voudrais souligner : on pourrait se dire, si l'on ne peut aller dans le sens de plus de réglementation, que d'autres pistes seraient envisageables, qui ont été évoquées :

. soit la piste qui est souvent envisagée aux Etats-Unis - c'était le sens de la réforme de 2006 - qui est d'essayer de promouvoir la concurrence, mais on voit bien, à cause des effets de réputation et autres, que les barrières à l'entrée restent élevées. C'est donc une fausse piste.

. l'autre piste qui est de faire payer l'investisseur. Je suis d'accord avec vous, en tant qu'investisseur, je ne vois pas pourquoi payer une information publique.

Pour conclure, quand je dis, toujours en simplifiant, que « la solution est finalement de revenir au modèle de base », c'est juste une opinion, « le modèle de base » veut dire que chacun doit faire son travail.

Chacun doit faire son travail veut dire que les banques et les investisseurs d'abord doivent évaluer le crédit qu'ils achètent. Certains disent : *"finalement, si l'on redonne cette responsabilité aux investisseurs et aux banques, ont-ils vraiment les moyens de le faire ?"* J'ai tendance à dire que l'on marche un peu sur la tête si l'on dit cela.

M. le Président.- C'est la question que j'allais vous poser.

M. Olivier GARNIER.- Le métier de base d'un banquier est d'évaluer le crédit.

Du point de vue de l'investisseur, un investisseur qui achète du crédit, un papier ou une titrisation qu'il ne sait pas analyser, mieux vaut qu'il n'achète pas. C'est aussi une règle de base.

On voit bien que ce n'est pas si utopique que cela puisque, comme on l'a dit aussi, dans Bâle II, si l'on prend l'approche non standard, cela repose bien aussi sur l'idée que c'est la banque elle-même qui doit faire ce travail.

Par rapport à la question "comment, dans ce nouveau cadre, peut se structurer le marché de la notation ?", on ne va effectivement pas payer les agences de notation pour une information publique, mais - et c'est là le meilleur moyen de développer la concurrence - à partir du moment où l'investisseur se retrouve avec la pleine et entière responsabilité d'évaluer le crédit, cela veut dire qu'il aura peut-être besoin de gens qui l'aideront à développer ces modèles en interne, de lui fournir des bases de données.

Tout un marché peut se développer - un peu comme dans l'analyse financière où l'on voit bien aussi aujourd'hui que des petites boutiques se créent pour aider à faire de l'analyse -, marché qui ne sera pas fondé sur la réputation où il n'y aura pas d'ailleurs pas besoin de bâtir une réputation parce que cela consistera à fournir des prestations techniques, et où nous, investisseurs ou les banques, seront prêtes à payer, où l'on peut éventuellement aussi mutualiser les coûts entre investisseurs.

Tout un *business model* peut se développer aux côtés des agences de notation.

Vous avez demandé si l'on pourrait se passer des agences de notation. On ne va pas s'en passer, mais on devrait faire en sorte, à la limite, de pouvoir s'en passer. Cela ne veut pas dire que l'on n'a pas besoin des agences de notation ; on a besoin de leurs opinions, elles fournissent des informations, mais il faut que cela se limite à cela.

A nouveau, pour conclure, il faut revenir à un modèle où chacun fait son travail, les investisseurs et les banquiers qui évaluent le crédit, le régulateur qui vérifie si les investisseurs et les banquiers font bien leur métier, et puis les agences de notation qui reviennent à ce qu'elles ont toujours dit qu'elles faisaient, même si elles vont souvent au-delà, en se réfugiant d'ailleurs souvent derrière le premier amendement de la Constitution : juste émettre une opinion qui sera de la même nature que celle de tel ou tel journaliste financier.

(Applaudissements.)

M. Michel ROUGER.- Merci. Un mot pour venir au secours d'Olivier GARNIER sur un cas amusant.

Quand j'avais en charge le CDR, plusieurs centaines d'entreprises représentaient 40 MdF de chiffre d'affaires et 40 000 emplois. Elles avaient leur crédit bas de bilan et même un peu au-dessus au CREDIT LYONNAIS. Bruxelles avait interdit qu'il y ait un maintien des relations.

Evidemment, les concurrents du CREDIT LYONNAIS ne voulaient absolument pas faire crédit à cette entreprise. Bloqués. On extrait du CDR une banque qui dormait et on la réactive. Les autorités, les institutionnels étaient fondamentalement hostiles à cette démarche, mais ils ne pouvaient pas nous le refuser parce que personne ne voulait prendre la responsabilité d'un risque de mise en faillite d'une entreprise de 40 000 salariés.

Ils nous ont dit : "*d'accord, faites-vous noter*", convaincus qu'ils étaient qu'il n'y aurait pas l'indépendance du notateur et qu'il nous enverrait promener. Pas du tout ! On reçoit un AAA en réponse, ce qui a surpris tout le monde, ce qui nous a, nous, heureusement surpris, mais qui nous a permis de débloquer une situation que le système institutionnel a bien été obligé d'avalier.

Pardon, Monsieur MOUILLON, je vous ai coupé.

M. le Président.- Il n'y a pas de mal.

Nous avons entendu M. CONAC pour plus de régulation, et nous avons entendu M. GARNIER qui est pour moi une régulation. Je trouve que cela tombe bien que M. RAMEIX, qui est régulateur, termine la table ronde.

Nous avons vu qu'aux Etats-Unis ,du crédit n'était pas régulé Finalement, quel son point de vue sur une régulation qui s'avère *in fine* assez fragmentée avec la régulation bancaire d'un côté, la régulation des titres et boursière de l'autre. Je sais qu'il y a eu beaucoup de coopération année après année, mais, tout de même, quand on a vu ce qu'il s'est passé, n'a-t-on pas envie de se dire qu'il est temps de repenser tout le système, de davantage l'intégrer ? Et comment faire pour aller plus loin dans la coopération internationale ?

Au moment où l'on parle de régulation, il y a toujours le débat de ceux qui disent que « trop de régulation tue la régulation ». Nous avons eu beaucoup de régulation année après année. N'y a-t-il pas des moments où il est urgent de réguler ?

Réguler et surveiller : quoi ? jusqu'où ? dans quelle enceinte ?

M. Gérard RAMEIX.- Cette question n'est pas facile.

Sur le débat entre Pierre-Henri CONAC et Olivier GARNIER, dussé-je vous surprendre, je suis plutôt du côté d'Olivier parce que je ne voudrais surtout pas entrer dans le scénario de Madame RIDPATH, c'est-à-dire d'avoir les agences de notation sous notre direction et nous voir mis en cause à la prochaine crise- puisque, bien entendu, il y aura une nouvelle crise qui n'aura pas la forme de celle que nous étudions. Il y a déjà beaucoup de risques dans le métier de régulateur et en ajouter un est difficile.

Il y a un sujet sur les relations entre la régulation et les agences de notation, mais, là aussi, sans vouloir être paradoxal et provocateur, malgré le titre de notre réunion de ce soir, je ne pense pas que ce soit le sujet central dans la crise des *subprime*.

Je pense que les agences de notation sont sur le devant de la scène parce que l'on avait besoin d'elles, parce qu'elles ont effectivement revêtu de leur nom et de leur réputation les produits structurés mais, fondamentalement, comme l'ont très bien expliqué les intervenants de la première table ronde qui analysaient et vous-même M.LITZLER, la crise est une crise de liquidité inter-bancaire, de relations inter-bancaires, beaucoup plus difficile et beaucoup plus profonde que celle qui résulte simplement d'une erreur d'information d'anciens journalistes qui se sont passionnés pour la finance depuis quelques dizaines d'années ...

Nous avons affaire à quelque chose de beaucoup plus compliqué que cela.

Vous me posez une autre question : des leçons sont-elles à tirer pour le régulateur ?

A mon avis, il y en a beaucoup, mais il ne faut trop se bousculer parce que l'on n'est pas au bout du chemin et on n'a pas encore tout vu. Formuler un diagnostic public serait de plus dangereux dans une crise qui n'est pas du tout terminée.

Ce n'est pas pour me défilier, encore que j'aurais une raison particulière de ne pas répondre : les deux super gros calibres de la régulation française vont parler (mon Président

Michel PRADA et le Gouverneur de la Banque de France) et vous saurez tout ce que je n'ai pas pu vous dire dans quelques instants !

Je dirai modestement deux ou trois choses.

Premièrement, il est, à mon sens, faux de dire que la crise, dans sa complexité, met en cause le modèle de régulation français en ce qu'il distingue la régulation prudentielle et la régulation financière.

J'ai plutôt l'idée inverse : le système français avec un pôle de marché et un pôle de régulation prudentielle et des participations croisées, si l'on peut, fonctionne assez bien et l'on a un dialogue très intense avec la Commission Bancaire, l'AMF, le Gouverneur ou le sous-gouverneur et les différents métiers de la banque et de la gestion d'actifs. On ne se sent pas en situation d'infériorité vis-à-vis de nos amis britanniques qui sont les thuriféraires du modèle unique qui a eu quelques petits dérapages ... je n'en dirai pas plus.

En revanche, il est évident que des choses seront à faire pour le régulateur de la gestion d'actifs. J'ai été extrêmement intéressé par votre remarque tout à l'heure, parce que je me suis senti un peu interpellé en tant que régulateur de la gestion d'actifs, (*s'adressant à M. LITZLER*) vous avez dit : "les banques sont obligées de révéler plus vite les provisions à passer que les sociétés de gestion". C'est peut-être apparemment vrai pour l'instant.

Cela demande à être un peu travaillé puisque, dans un premier temps, ce sont des sociétés de gestion qui ont fait défaut en supprimant les rachats de parts et les souscriptions de parts, mais des solutions ont finalement été trouvées et ce sont plutôt les banques qui, pour des montants beaucoup plus considérables, ont affiché des provisions à passer.

La société de gestion n'est pas dans une situation très facile parce que, certes, elle a peut-être un peu moins à provisionner dans l'immédiat que la banque, mais elle a à faire face à un risque de liquidité quasi-quotidien, alors que la banque, justement, est protégée par la taille de son bilan.

Aujourd'hui, n'importe quel gérant de SICAV monétaire « dynamique » en particulier ou monétaire tout court, sait très bien qu'il doit potentiellement la totalité de son argent à tous les souscripteurs. C'est d'ailleurs pourquoi ils ont des comportements assez prudents.

On a là un problème. Fondamentalement, je pense que le problème d'évaluation est le même. Une de nos tâches sera de nous assurer que les évaluations sont faites de la même façon dans les banques et dans le monde de la gestion d'actifs.

Je pense que nous aurons sans doute à préciser ce qu'il faut faire pour confirmer la confiance que, traditionnellement, le public français a dans la gestion monétaire, qui passe beaucoup par les sociétés de gestion d'actifs en France ; je ne vais pas développer cela ce soir.

Sur les méthodes de régulation, il n'y a pas de révolution à opérer. Il faut surtout mieux travailler, et « cent fois sur le métier remettre notre ouvrage », faire appel à la responsabilité des acteurs, avoir des modèles de contrôle du risque plus pertinents encore, avoir des scénarios de *stress-test*.

Il est absolument aberrant de voir - je crois que c'est Michel AGLIETTA qui l'a dit - 200 dettes, que l'on suppose indépendantes et, bien entendu, qui le sont en théorie. Quand vient un événement qui les rend dépendantes, on est en plein scénario de *stress*.

J'ai passé une année dans la régulation qui n'était pas sous la présidence de Michel PRADA mais sous celle de Jean-François LEPETIT qui est un homme de marché. Il l'a dit dans un livre et c'est une des choses qu'il m'a apprises : "*la seule chose qu'il faut regarder, ce sont les queues de courbes, les situations extrêmes*". Là, nous sommes en plein dans cette situation et c'est malheureusement la chose la plus difficile du monde à réguler.

Merci.

(*Applaudissements.*)

M. le Président.- Nous avons terminé la table ronde. Je voudrais dire que nous avons été proactifs dans la gestion de la crise puisque nous avons rattrapé le temps, ce qui laisse du temps pour poser quelques questions.

M. Michel ROUGER.- Questions, mais, s'il vous plaît, questions ! (*Sourires.*) Le régulateur va réguler.

Traditionnellement, qui pose la première question ? Je vous préviens, je ne la poserai pas.

Je précise que, dans les deux ailes, comme j'ai un champ visuel restreint, que ceux qui posent question s'approchent de façon que l'on puisse voir et, surtout, nommez-vous s'il vous plaît !

Echanges avec l'auditoire

M. Dominique DOISE.- Une question suggérée par le propos de M. LAGAYETTE. Si j'ai bien compris, il y a eu transgression de règles fondamentales. La première des règles fondamentales en matière de crédit et de banque est de ne jamais prêter en considération de la seule garantie. La crise des *subprime*, n'est-ce pas cela au départ ?

M. Michel ROUGER.- Je peux vous répondre parce que, curieusement, j'ai vécu ce que vous dites plusieurs fois. Je peux vous donner trente ans d'exemples de ce qu'il ne faut jamais faire : transférer la sécurité sur le gage en spéculant dessus alors que, pour le moment, on ne connaît pas de meilleure sûreté pour être payé que la solvabilité de l'emprunteur.

J'ai tout de même quelque quarante ans de risque de crédit derrière moi. Je peux vous assurer que ce qu'a dit le Président LAGAYETTE était plus qu'évident : chaque fois que l'on transfère sur le bien - et Dieu sait si j'ai récupéré des biens au Consortium de Réalisation ! - comme l'on dit simplement, « on se plante » !

M. Gérard RAMEIX.- J'aurais une remarque complémentaire : le levier. Cela a aussi été dit dans la première table ronde.

Quand vous empilez différents niveaux d'emprunts, vous finissez par avoir un levier considérable. On a un paradoxe : un marché qui a dit « *deleverage !, deleverage !, deleverage !* », c'est le marché réglementé, après la crise de l'explosion de la bulle. Et, pendant ce temps, au fur et à mesure que les gens reprenaient le moral, en dehors des marchés réglementés, sur des marchés de gré à gré ou sur de nouveaux instruments, on a fait beaucoup, beaucoup de levier avec des taux d'intérêt très, très bas.

Comme on a maintenant trop de dettes et que les taux d'intérêt montent, on est dans la difficulté. C'est hyper classique ; cela fait partie du « manuel du parfait banquier » inventé au XIXe siècle.

M. Michel ROUGER.- On gagne sur les agios et on perd sur le capital. Autre question ?

M. Michel GOUTULIER (Paris X-Nanterre).- Juste une question ; il y en a des milliers bien sûr. Pour revenir au cœur du débat de ce soir, les agences de notation, certains, certaines d'entre vous ont souligné la participation à la formation d'une opinion.

Ce qui interpelle un économiste, c'est de savoir s'il y a un marché de la notation. Il y aurait réellement un marché si des opinions concurrentes étaient proposées. Force est de constater assez souvent qu'il s'agit plutôt de l'élaboration d'un consensus et, dans ce cas, on peut s'interroger sur la limite de ce marché et la responsabilisation même des acteurs ; je rebondis sur l'exposé de M. CONAC.

Peut-il y avoir responsabilité pour un acteur particulier si cet acteur a participé à un consensus ? Précisément, le consensus appartient à tout le monde. Voilà une interrogation.

Mme Barbara RIDPATH.- Je prendrai la première partie de la question, mais je ne suis pas aussi certaine pour la deuxième.

Il est vrai que nous cherchons à avoir plusieurs opinions qui ne sont pas nécessairement identiques. Si nous avons trois opinions qui sont exactement les mêmes, deux sont inutiles.

D'un côté, on entend ces jours-ci des acteurs du marché dire qu'ils voudraient des définitions de notes qui soient exactement pareilles, des méthodologies qui soient exactement pareilles. Ils disent que les différences de méthodologie et de définition prêtent à confusion.

Par exemple, un de nos concurrents n'utilise pas la probabilité de défaut. Il utilise ce que l'on appelle la « perte anticipée » parce qu'il regroupe à la fois la probabilité de défaut et le montant de recouvrement anticipé. Leur méthodologie est un peu différente. Cela porte-t-il à confusion ou cela aide-t-il à donner des avis différents ? Je ne peux que laisser le marché décider.

Cette question est fort intéressante. Nous avons souvent des différences d'opinion, soit sur un secteur, soit sur un émetteur spécifique, soit sur un type de titre comme les hybrides, les quasi-fonds propres, et cela peut entraîner un traitement différencié de certains actifs par les agences. Il est vrai que seuls les mieux renseignés sont conscients de ces différences.

L'autre problème est la question des notes « non sollicitées » qu'en majeure partie, les autorités de tutelle n'aiment pas ! Si l'on donne une opinion que la société n'aime pas, ils ne la publient pas.

S'il y a une différence de consensus - normalement à la baisse, pas à la hausse -, c'est rarement publié parce qu'ils disent qu'ils ne voudraient pas utiliser cette note.

Cela pose un problème dans le marché : est-on obligé de publier une note sollicitée ou non ? C'est une bonne question.

M. le Président.- Madame Gerst ?

Mme Catherine GERST.- Oui, c'est une très bonne question. Je répondrai par une autre question : des métiers ne se prêtent peut-être pas forcément à une concurrence forcenée.

Prenons par exemple le métier du contrôle aérien. Avez-vous envie d'une concurrence forcenée dans le contrôle aérien ? Ce n'est pas sûr.

Je peux vous dire aujourd'hui, puisque DBRS est une agence nouvellement arrivée en Europe - nous sommes souvent qualifiés de quatrième agence, il n'y a donc pas trois agences mais quatre -, que cela entraîne de la part des émetteurs, des arrangeurs et de certains intervenants une pression que l'on appelle entre nous le "*rating shopping*" qui est absolument extraordinaire, pour obtenir la meilleure note possible et ne publier que la meilleure note possible.

On parle souvent de cette question de la concurrence. Il faut plus de concurrence. D'abord, on voit que, quand il y a une agence en plus, il n'est pas aussi facile que cela de s'établir dans le marché alors que l'on croyait que l'on voulait de la concurrence.

Ensuite, dans ce type de métier, je ne suis pas certaine qu'il faille autant de concurrence que cela.

M. ROUGER.- Merci. Avant-dernière question.

M. Thierry DISSAUX, Groupe NATIXIS.- Ma question s'adresse aux agences de notation.

On a vu dans le marché récemment des dégradations de notations extrêmement rapides, extrêmement fortes. On parle de *notch* : 5 *notchs*, 6 *notchs*, 7 *notchs*, parfois 11, je crois, pour le maximum (à vérifier).

J'aimerais savoir quelle appréciation les agences de notation portent sur ce type de performances ou de contre-performances et si elles ont l'intention -et de premières idées- pour modifier éventuellement leur méthodologie de manière que ce type d'événement ne se reproduise pas. Merci.

Mme Barbara RIDPATH.- Il s'agit de la volatilité des notes, sujette à grands débats ces jours-ci de la part des investisseurs des émissions non titrisées qui, nous ayant dit pendant des années qu'ils n'avaient pas de *subprime*, voudraient que la note passe de, disons, AA+ avec une perspective stable à une perspective négative, peut-être par le biais des *notch* et, *in fine*, par les AA. Ils voudraient avoir autant de renseignements que possible sur notre raisonnement.

Nous avons de plus en plus l'impression que cette demande existe aussi dans la titrisation, mais il n'est pas aussi évident de le faire.

Il est vrai que, dans l'hypothécaire, en principe, cela devrait être possible ; mais là aussi, on parle de cette idée de granularité, puisque plus il y a des granularité, et plus il y a de progressivité dans le changement de note. Moins il y a de granularité, plus il y a de volatilité.

Je parle du cas d'une dégradation de 11 *notchs*, comme l'on dit c'était un SIV ; j'en suis parfaitement consciente. La documentation de SIV disait que si la valeur d'actif dépassait 80 %, ils étaient obligés de liquider. C'était dans le contrat.

Là encore, on est dans un paradoxe : est-ce à nous de dire qu'il devrait y avoir ce niveau de rigueur sur la valeur d'actif pour protéger les actionnaires du SIV, ou pas ? On vérifie et, dans ce cas, c'était pour protéger les parts les mieux notées, pour assurer que la note AAA reste AAA. Les notes ont très vite perdu leur valeur pour protéger les parts mieux notées.

Ce n'est pas idéal, mais c'est une construction comme une autre. Je ne sais pas si l'on doit refuser de noter une telle construction auquel cas on devient vraiment autorité de tutelle. Ce n'est pas à nous de décider qui peut émettre et qui ne le peut pas !

M. Michel ROUGER.- Merci. Dernière question ?

Un intervenant.- Pour ne pas abuser, je vais poser ma question très brièvement, mais je peux la justifier plus longuement :

Ne convient-il pas de tenir compte du risque juridique dans certaines opérations, ce que ne font pas particulièrement les agences de notation ?

Qu'est-ce que le risque du crédit si, comme M. de VAUPLANE nous l'a dit, on n'arrive pas à comprendre certains contrats ?

Cela nous amène d'ailleurs à la question initiale de M. du MARAIS sur les systèmes juridiques : on voit bien que, peut-être, on ne prend pas suffisamment en compte et pas nécessairement en droit civil seulement, l'aspect juridique et la complexité du montage, l'illisibilité du contrat.

Que font donc les agences de notation pour intégrer cette dimension, alors même que ce n'est pas leur métier? Ne faudrait-il pas qu'elles le prennent davantage en compte, de manière peut-être moins biaisée, favorable au droit anglo-saxon et défavorable au droit continental ?

Mme Catherine GERST.-Je crois justement que parmi les travaux auxquels se livrent les agences de notation en permanence, il y a l'analyse du risque juridique. Dans les agences de notation, des gens lisent les contrats, lisent les trois ou quatre cents pages de contrat dont on a parlé tout à l'heure ; ce sont parfois les seuls, à part les cabinets d'avocats, à les lire !

Ensuite, l'AMF avait d'ailleurs fait une recommandation à ce sujet que nous avons chez DBRS trouvé tout à fait intéressante et importante : dans certains cas, les agences de notation recrutent des cabinets d'avocats indépendants externes de façon à les aider dans des cas très particuliers, très précis et très difficiles, à évaluer la solidité d'un montage.

Je n'imagine pas qu'une agence de notation puisse noter AAA des parts prioritaires d'une opération de titrisation si le risque juridique n'est pas couvert.

M. Michel ROUGER.- Merci. Le moment est venu de laisser le pupitre au Président PRADA, Président de l'Autorité des marchés financiers et Président du Comité technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV)

(Applaudissements.)

SESSION DE CLOTURE

M. Michel PRADA.- Bonsoir Mesdames et Messieurs. J'espère que ma voix ne va pas me lâcher en cours de parcours.

Je voudrais d'abord remercier les organisateurs de ce colloque et particulièrement M. Bertrand du MARAIS pour m'avoir invité à un moment particulièrement chaud. C'est une initiative bienvenue alors que le débat sur les agences de notation, qui avait été lancé à la suite des scandales du début des années 2000, est relancé par la nouvelle crise que traversent les marchés financiers depuis l'été dernier.

Je parlerai des agences. Je parlerai moins de la crise. Cette crise a des aspects tout à fait classiques, comme certains l'ont dit tout à l'heure : prise de risque excessive insuffisamment "*pricée*" comme l'on dit, dans un contexte d'euphorie nourri par une liquidité surabondante et des taux d'intérêt historiquement bas. Mais c'est surtout la vraie première crise de la désintermédiation et du transfert de risque hors du système bancaire. Les opérations de titrisation sont en effet au cœur de la crise dite des "*subprime*".

Je fais une petite parenthèse ; je ne reviendrai plus sur la crise elle-même. J'avais, il y a quelques années, alerté le Forum de la Stabilité Financière sur les risques qui s'attachaient au développement du transfert de risque hors la sphère bancaire. J'avais prédit à l'époque à mes collègues qu'ils seraient éventuellement confrontés, lorsque la crise exploserait, non pas à un risque financier mais à un risque politique. Je pensais à l'époque que les investisseurs qui avaient acheté ces produits, furieux de les voir devenir défallants, descendraient dans la rue.

Une des choses les plus frappantes du phénomène que nous analysons aujourd'hui est qu'en réalité cette crise du transfert de risque hors le système bancaire est devenue une crise bancaire. On pourrait réfléchir sur ce sujet. J'imagine que le Gouverneur a, là-dessus, des idées beaucoup plus approfondies que les miennes.

Je reviens à la problématique centrale de notre sujet.

Parmi les nombreuses interrogations que soulèvent ces événements, la question du rôle des agences de notation dans les processus de titrisation et dans l'évaluation du risque de crédit des véhicules de titrisation est semble-t-il, à l'évidence, posée.

Si la nature de la notation est, dans l'ensemble, identique pour les sous-jacents des financements structurés et pour la dette des entreprises, on l'a dit tout à l'heure, le rôle et l'approche de l'agence sont en fait très différents dans les deux cas : dans le cas de la

titrisation, le processus de notation fait partie intégrante de la structuration du produit, la notation n'est plus le constat *ex-post* d'une situation donnée mais l'objectif fixé *ex-ante* d'une entité à créer.

En outre, et compte tenu de la complexité des produits, un grand nombre d'investisseurs se sont largement reposés sur l'analyse réalisée par les agences au-delà, sans doute, de ce qui eut été raisonnable, compte tenu de la portée réelle de leurs évaluations.

Enfin, la brusque mais tardive dégradation des notations des produits de financement structuré a placé les agences au centre des débats. Il n'est d'ailleurs pas exclu, au moment où nous parlons, que de nouvelles dégradations puissent intervenir dans le secteur immobilier ou ailleurs, y compris sur des entités ou des tranches d'opérations non touchées jusqu'à présent.

J'ai déjà eu l'occasion de dire publiquement, et je le refais aujourd'hui, que s'il est légitime de s'interroger sur le rôle et sur le comportement des agences, il serait en revanche tout à fait excessif d'en faire les boucs émissaires d'une crise dont les origines sont multiples et mettent évidemment en cause l'ensemble du système financier.

Je suis d'autant plus à l'aise pour tenir ce propos que la COB a été, depuis la fin des années 90, l'un des plus actifs régulateurs de marché pour souhaiter que les agences de notation fassent l'objet d'une analyse, sinon d'une régulation, plus approfondie que celle qui prévalait jusqu'à récemment.

J'étais, à dire vrai, minoritaire sur ce sujet, aussi bien à l'OICV qu'au sein du Comité Européen des Régulateurs de marché, comme je l'étais d'ailleurs en matière de normes d'audit jusqu'à l'affaire ENRON.

Il aura fallu qu'éclate la crise de 2000-2002 pour que l'OICV se saisisse du sujet, et que soit mise en place une *Task Force ad hoc*, enfin acceptée par nos amis de la SEC et d'ailleurs pilotée par elle.

C'est également l'AMF qui, dès son rapport de janvier 2006 sur les agences, a posé pour la première fois, et donc bien avant la crise récente, la question du rôle des agences dans la notation des produits structurés, et notamment de leur place centrale dans la construction de ces produits, les limites potentielles des modèles des agences au regard de ces produits, la signification et la comparabilité de leurs notations ainsi que la nécessité d'éléments d'information complémentaires en matière de volatilité ou la sensibilité des notes attribuées.

C'est donc avec beaucoup de sérénité que j'aborde aujourd'hui le sujet de notre colloque et que je vous présente une analyse du sujet que je crois mesurée, avant d'évoquer les travaux en cours au sein des organisations internationales de régulateurs de marché.

Trois types de questions me semblent posées dans le cadre d'une réflexion sur le rôle des agences dans la crise en cours. Elles l'ont été tout à l'heure et je les rappelle brièvement :

- ♦ premièrement, la question de la lisibilité des décisions des agences au regard du type de note qu'elles attribuent et de leur motivation vis-à-vis du marché et des émetteurs. Cela concerne notamment les éléments qui ont conduit à la notation ainsi que les changements de méthodes et de notation ;

- ♦ en second lieu, la question des conflits d'intérêts potentiels qui pourraient survenir à la fois du fait de la concentration des opérations de titrisation entre quelques grands établissements financiers et quelques grandes agences pour lesquelles la notation des produits structurés représente, depuis peu, la moitié du chiffre d'affaires et aussi en raison des services annexes que certaines agences peuvent proposer ;

- ♦ enfin, la question de la portée réelle et de la signification de la notation en matière de produits structurés et de titrisation. D'aucuns ont ainsi mis en cause l'ambiguïté d'une symbolique identique, comme un AAA, appliquée à des instruments aussi fondamentalement différents qu'une obligation du Trésor américain et une tranche senior d'un CDO de la catégorie la plus complexe, au regard, notamment de leur liquidité et de leur sensibilité aux évolutions de marché.

Ces questions sont au centre des préoccupations des organisations internationales qui rassemblent les régulateurs des marchés financiers. Les agences font d'ailleurs depuis quelques années l'objet d'un *monitoring* de la part de ces organisations.

A la suite des scandales financiers des années 2000 et 2001 aux Etats-Unis et 2003 en Europe, l'OICV a ainsi engagé une réflexion sur le rôle des agences de notation, qui a conduit à élaborer un code de conduite.

Ce code, qui traite en particulier de la question des conflits d'intérêt, de la rémunération des agences et des activités connexes a été rédigé en concertation étroite avec les agences de notation. Sa mise en œuvre effective repose sur elles. Elles se sont engagées à publier chaque année un rapport sur la manière dont elles respectent ses dispositions.

Le Code de conduite oblige ainsi les agences à incorporer dans leurs propres codes les dispositifs nécessaires et à rendre compte de leur effectivité selon la méthode dite du "*comply or explain*".

Depuis lors, l'OICV analyse la mise en œuvre de ce Code, il est vrai principalement conçu au regard d'une activité classique de notation de dette "*corporate*" ou publique.

Ce Code, qui a été reconnu par la Commission Européenne, fait également l'objet d'un suivi de son application par le Comité Européen des Régulateurs de marché.

Sur la question plus récente et plus particulière de la titrisation, le Forum de la Stabilité Financière, relevant dans ses analyses les risques posés par l'attrait pour les produits de titrisation en raison de leur capacité à fournir des rendements plus élevés que les produits de taux classiques, et retenant également les conclusions du rapport produit par l'AMF en 2006, a demandé à l'OICV et au *Committee on Global Financial Stability* (CGFS), lors de sa réunion de mars 2007, d'examiner le rôle des agences de notation dans le cadre des financements structurés.

La *Task Force* de l'OICV et le CGFS doivent ainsi se pencher sur la pertinence des modèles utilisés par les agences pour évaluer les risques relatifs aux produits financiers structurés et s'interroger sur d'éventuelles modifications à apporter au Code de l'OICV. Leurs premières conclusions devraient être rendues en février 2008. Les travaux de l'OICV et du CGFS contribueront ainsi au rapport du Forum de la stabilité financière sur la crise qu'il rendra au prochain G7, en avril 2008.

Pour conclure, je voudrais aborder la question très controversée de la régulation des agences.

Sur la base d'un avis de CESR (le Comité européen des régulateurs de marché), la Commission européenne a indiqué, en mars 2006, dans sa communication sur les agences de notation qu'elle n'estimait pas nécessaire une initiative législative spécifique.

Elle considérait en effet que les principes généraux retenus par la législation financière de l'Union européenne, applicable aux agences de notation comme à des entités généralement quelconques, associés à l'autorégulation que les agences développent sur la base du Code de l'OICV, fournissent une réponse appropriée aux problèmes soulevés par le Parlement européen dans sa résolution de février 2004.

A cette époque, j'avais personnellement souhaité, sans succès, que le CESR propose un processus d'enregistrement des agences les conduisant à un *reporting* minimal auprès des régulateurs.

En septembre dernier, le Commissaire européen, Charlie McCreevy, dans une lettre adressée au Président du CESR, a réouvert le débat en demandant que ce comité, à l'occasion de son deuxième rapport sur les agences de notation, se penche sur un certain nombre de points, en particulier sur la manière dont sont traités les produits de titrisation.

Même si les agences sont des entités privées, la place éminente qu'elles ont acquise au sein du système financier a amené un certain nombre d'autorités de régulation à réfléchir à des modalités nouvelles de supervision. Je pense en particulier à la mise en place de nouvelles procédures et exigences pour la délivrance du statut de NRSRO aux Etats-Unis en 2007, suite au *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006, alors même que les autorités américaines avaient jusqu'alors manifesté une grande réticence à l'égard de toute innovation réglementaire en la matière.

Ainsi, l'obtention du statut de NRSRO est dorénavant assortie d'un certain nombre d'exigences d'information que les agences doivent produire à la SEC, notamment dans le domaine des méthodologies utilisées.

Par ailleurs, la SEC est habilitée à contrôler les agences en termes de préservation de la confidentialité des données auxquelles elles ont accès, à exiger la mise en place de procédures contre l'usage abusif d'informations confidentielles, à demander aux agences de divulguer les risques de conflits d'intérêts et à obtenir des informations sur la robustesse dans le temps des notations délivrées.

Je constate par ailleurs que des réflexions similaires sont en cours en Asie. La question doit donc être aussi posée en Europe : faut-il aller au-delà de la simple autorégulation pour s'orienter vers une régulation plus formelle, basée sur un enregistrement, avec, par exemple, des exigences en matière de production d'information périodique par les agences aux régulateurs ?

S'agissant du contenu d'une éventuelle régulation, il convient à mon avis de faire preuve de circonspection. Vous ne serez pas surpris s'il n'y a pas l'épaisseur d'un papier à cigarette entre le Secrétaire général de l'AMF et le Président de ladite autorité.

Je ne pense personnellement pas que les régulateurs doivent empiéter sur la technique même de la notation, car cela soulèverait un problème sérieux d'aléa moral. Ce

serait aussi une démarche peu conforme à l'esprit de liberté et de responsabilité qui est à la base d'une économie de marché.

Dans tous les cas, la mise en place d'un schéma de régulation ne pourrait en outre être que commune avec les régulateurs prudeniels qui ont déjà la compétence et l'expérience de la délivrance du statut d'Organisme d'évaluation externe de crédit (OEEC) qui a été récemment introduit dans le cadre de la mise en place de Bâle II.

J'aperçois en fait trois domaines où des progrès pourraient être accomplis sans mettre en cause la liberté de jugement des agences :

- ♦ la gestion appropriée des conflits d'intérêts potentiels qui peuvent apparaître au sein des agences, du fait de leur modalité de rémunération, comme du développement des activités dites "annexes", dont il importe de bien appréhender ce qu'elles comprennent ;

J'entends que les agences se défendent de vivre de tels conflits d'intérêt. L'apparence suffit à poser le problème et à nécessiter qu'on le traite.

- ♦ la transparence des décisions des agences au regard du type de note qu'elles attribuent, notamment concernant les éléments qui ont conduit à leur décision, ainsi que des modalités de mise en œuvre de nouvelles méthodologies ou de changements des méthodes existantes ;

- ♦ enfin, eu égard, à l'innovation permanente des marchés financiers et à la complexité croissante de certains produits financiers, une réflexion sur les limites potentielles des modèles des agences, la signification et la comparabilité des notations, ainsi que la nécessité d'éléments d'information complémentaires en matière de volatilité ou de sensibilité des notes dans le domaine particulier des financements structurés.

Au plan de la qualité du dialogue entre les agences et les régulateurs, je note enfin, et depuis de nombreuses années, que cette profession, dont beaucoup souhaitent qu'elle s'élargisse et se diversifie, est sans doute la seule dans l'univers des marchés à ne pas avoir d'organisation professionnelle.

Je plaide depuis longtemps pour que cette profession s'organise, dans le strict respect, bien entendu, des règles de la concurrence. Sur cette base, le dialogue sur les méthodes et leurs standards déontologiques pourrait se dérouler de manière plus efficace et moins ambiguë, comme c'est aujourd'hui le cas dans le domaine de la comptabilité et de l'audit.

Loin d'élaborer une réglementation tatillonne ou inutilement pesante, il s'agit donc de mettre en place un cadre qui réponde aux défis du métier particulier de la notation, vu son rôle central dans les marchés, et surtout permettre, dans l'intérêt de tous, de contribuer à un pilotage global efficace d'un système financier chaque jour plus complexe.

Je vous remercie.

(Applaudissements.)

M. ROUGER. - Monsieur le Président, grand merci !

Le moment est venu de passer la parole à M. Christian NOYER qui est Gouverneur de la Banque de France et, en cette qualité, membre du Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne. Je vous donne la parole.

M. Christian NOYER.- Merci beaucoup.

J'ai un grand plaisir à venir à la fin de cette journée de votre colloque. C'est un défi un peu difficile, je dois dire, que de parler après le Président de l'AMF Michel PRADA, parce que j'ai l'impression d'abord qu'il a tout dit et ensuite qu'il a dit beaucoup de choses que j'aurais pu dire. Je vais essayer de faire rapidement quelques remarques complémentaires, et peut-être y verrez-vous quelques nuances mais, je l'espère, pas de divergences.

Les agences de notation font l'objet aujourd'hui, à cause des turbulences financières, de nombreuses critiques. Mon propos n'est pas, pas plus que ne l'a fait Michel PRADA, d'entrer dans ce débat, mais plutôt de présenter quelques réflexions sur le processus de notation lui-même, sur les voies d'amélioration possibles que je vois à la lumière notamment des événements récents.

D'abord un peu de mise en perspective, si vous le permettez.

Une fonction essentielle des marchés financiers est de collecter et de traiter l'information. C'est l'information qui permet d'évaluer le rendement et le risque des différents actifs, donc de former leur prix et plus généralement de prendre les décisions d'investissement et de financement.

Le processus par lequel l'information est incorporée aux prix est un processus complexe. Les agents économiques n'ont pas tous le même accès aux données et aux capacités de traitement.

Il existe donc sur les marchés des asymétries d'information qui sont à l'origine de défaillances bien connues et très bien identifiées par la littérature économique : la sélection adverse (par laquelle les investissements de moindre qualité trouvent plus aisément à se financer que les "bons" projets) et l'aléa moral qui incite à la prise de risques excessifs.

Mais surtout, l'information est coûteuse à collecter, coûteuse à traiter. Il n'existe aucune incitation, pour les divers investisseurs, à engager ces coûts s'ils pensent que d'autres s'en chargeront et assureront ainsi l'efficacité du marché.

Quand les banques assurent l'intermédiation financière, elles collectent et traitent l'information relative à leurs emprunteurs à travers la relation de clientèle qu'elles entretiennent avec ces clients. L'intermédiation bancaire est donc une réponse au problème des asymétries et de l'accessibilité de l'information.

Mais, sur un marché titrisé, qui met en relation directe les emprunteurs et les prêteurs, cette réponse n'existe pas. C'est la raison pour laquelle, je crois, est apparue la notation, c'est-à-dire une technique qui permet à tous les opérateurs de disposer conjointement d'une information simple, lisible et synthétique sur le risque de crédit attaché aux diverses classes et catégories d'instruments financiers.

L'activité de notation s'est naturellement développée en parallèle à celle des marchés obligataires, des marchés de titres en général. Tous les grands émetteurs sont

aujourd'hui notés par une ou par des agences de notation. C'est pour eux une condition *sine qua non* pour élargir leur base d'investisseurs.

La notation accompagne le développement de grands marchés liquides, profonds et internationaux. Elle est une condition et un support du bon fonctionnement de ces marchés.

La titrisation, telle que nous la connaissons aujourd'hui, qui est à la base de l'activité ou d'une grande partie de l'activité financière nationale et internationale, serait, je crois, impossible sans la notation.

Un pas supplémentaire a été franchi avec le développement des produits structurés. Les agences ont trouvé là un rôle qui dépasse largement celui de fournisseur d'informations parce que la notation est partie intégrante de la conception et de l'ingénierie financière de ces produits. Elle détermine la taille des tranches et les niveaux de subordination.

La notation des produits structurés n'est pas une moyenne des notes des titres sous-jacents, en particulier pour les CDOs. Elle dépend de la corrélation entre le rendement des différents titres et l'effet de levier créé par la structuration.

Les agences fournissent les méthodes et les modèles qui permettent d'évaluer les risques et leur corrélation. Elles imposent les caractéristiques (de liquidité, de rehaussement de crédit) auxquelles doivent satisfaire les véhicules de titrisation pour pouvoir émettre. D'intermédiaires, elles sont désormais devenues des quasi-régulateurs de la titrisation. C'est une extension de leur rôle et de leurs fonctions qui leur vaut désormais d'être rendues responsables des excès, des dysfonctionnements et des turbulences qui affectent depuis trois mois les marchés de produits structurés.

Je l'ai dit tout à l'heure, il ne s'agit pas aujourd'hui d'attribuer des responsabilités, encore moins de distribuer des blâmes, mais l'on doit constater que la notation des produits structurés a été à l'origine d'un immense malentendu entre certains investisseurs et les agences. A ce malentendu, on peut trouver deux sources.

La première, la plus fréquemment mentionnée, tient à la confusion qui s'est opérée sur le contenu même de la notation ; Michel PRADA y a fait allusion il y a un instant.

Les agences se considèrent responsables du jugement sur le seul risque de crédit, tandis que beaucoup de gestionnaires, notamment de fonds de placement court terme, ont pensé trouver dans la notation une protection plus globale couvrant l'ensemble des risques, notamment de liquidité, qui affectent leurs placements.

Naturellement, on peut estimer que ces gestionnaires étaient ou auraient dû être informés de la vraie nature de la notation, mais on ne peut nier que leur aspiration est naturelle. Le bon fonctionnement et la fluidité du marché reposent, rappelons-le, sur la disponibilité pour tous d'une information claire, lisible et synthétique sur tous les paramètres qui affectent le couple rendement-risque des actifs. C'est d'autant plus vrai pour les investisseurs dans les tranches AAA.

A l'inverse des investisseurs dans les tranches risquées, qui sont théoriquement plus sophistiqués, ceux-ci n'ont pas les incitations, du fait de la relativement faible rémunération des produits, à analyser en détail la nature et la sensibilité des notations. Ils sont donc plus dépendants des agences de notation.

En outre, la confiance dans la notation a pu être encouragée par les dispositions réglementaires et prudentielles qui se fondent sur elle et pour encadrer les stratégies et décisions de placement des organismes qui recueillent l'épargne publique.

Une deuxième source de malentendu, que Michel PRADA a évoqué plus longuement, tient à la métrique utilisée pour noter les produits structurés.

Celle-ci est identique, dans sa présentation, à celle utilisée pour les produits obligataires classiques. Or, il s'agit de deux univers différents.

L'attribution d'un AAA pour un CDO n'emporte pas les mêmes conséquences qu'un AAA d'une obligation *corporate* ; sans parler d'une obligation de *treasury*, mais *corporate* est la bonne comparaison.

Le profil de risque est différent. La volatilité potentielle d'un AAA structuré, en particulier, est très supérieure à celle d'un AAA classique pour un choc, toutes choses égales par ailleurs, de même ampleur.

Les produits structurés sont construits sur des corrélations et des effets de levier. Il suffit qu'une des tranches risquées soit touchée par un défaut pour que la valeur et la notation des autres tranches soient affectées par contagion, leur niveau de subordination ayant tout simplement diminué.

De toutes les classes d'actifs, les CDOs sont celles dont les notations sont les moins stables dans le temps. A l'extrême, un CPDO noté AAA a récemment été dégradé de 9 crans en un seul jour.

Pour les investisseurs, la notation AAA était jusque là associée à un investissement stable. Il est clair désormais qu'il existe des AAA stables et des AAA moins stables, ce qui diminue considérablement la lisibilité de la notation.

On ne peut s'empêcher à ce stade de penser qu'il eut été plus simple, peut-être meilleur d'adopter une métrique spécifique aux produits structurés et que, ce faisant, on aurait peut-être évité beaucoup des incompréhensions qui sont à l'origine des turbulences actuelles.

A partir de ces quelques réflexions, peut-on trouver une inspiration pour l'avenir, des idées d'orientation pour l'avenir ?

Il y a, me semble-t-il, deux obstacles symétriques à éviter.

- Le premier serait de continuer comme avant, avec quelques modifications marginales du système existant. Les perturbations enregistrées depuis trois mois et leurs conséquences potentielles sur l'économie réelle sont trop importantes. De plus, la notation est appelée à jouer un rôle central dans la mise en œuvre de Bâle II, qui reposera sur un calcul plus fin des risques, notamment par la promotion des modèles internes, mais aussi sur une référence plus fréquente à la notation externe.

- Une seconde erreur - je le dis avec prudence ; je ne voudrais pas que vous considériez que j'ai une position totalement inverse que celle que M. Michel PRADA vient de présenter - serait de nous précipiter dans l'adoption d'une réglementation éventuellement détaillée de l'activité de notation. Je n'exclue pas, on ne peut exclure à terme qu'une telle réglementation s'avère nécessaire. Après tout, l'information est un bien public et les agences

de notation sont des fournisseurs de ce bien. Mais la nécessité d'une réglementation additionnelle n'est pas démontrée aujourd'hui.

Je crois que cela ne veut pas dire que ce que les Etats-Unis par exemple ont mis en place eux-même ne doit pas être mis en place en parallèle en Europe. C'est ce que Michel PRADA a notamment souligné. De la même façon, on peut imaginer creuser un certain nombre de pistes qu'il a évoquées comme l'enregistrement, le *reporting*, l'organisation professionnelle, etc. De nombreuses choses sont à creuser. Je crois que, d'une façon générale, il faut réfléchir au contenu des améliorations possibles.

Je citerai trois pistes parmi d'autres, et je serai beaucoup moins complet que l'a été le Président de l'AMF.

La première est une plus grande transparence des méthodes de notation et de l'ensemble du rôle des agences dans le processus de titrisation.

Une différenciation marquée des métriques entre notations obligataires et structurée, qui permettrait au marché de restaurer un certain degré de confiance dans les notations. Je vois ici deux possibilités, qui peuvent être cumulées : soit adopter une autre échelle de notation pour les produits structurés (avec un autre symbole par exemple), soit compléter la notation de crédit par une mesure ou des additionnelles, notamment sur sa volatilité en période de stress de marché ou de stress de liquidité.

Enfin, je crois que l'on devrait mettre en place une notation spécifique du risque de liquidité. Je sais que les agences y réfléchissent malgré la difficulté de l'exercice. Des concertations sont conduites au sein des groupes internationaux. Michel PRADA les a longuement évoquées, à l'instar du Forum de stabilité financière, des groupes de régulateurs de marché, des groupes de banquiers centraux dans lesquels la Banque de France est activement impliquée.

Nous souhaitons que ces concertations permettent de restaurer le système de notation dans son intégrité, compte tenu de son rôle que je crois- je vous l'ai dit en commençant - irremplaçable dans le développement et le fonctionnement des marchés financiers modernes.

Voilà ce que je souhaitais évoquer. Je vous remercie de votre attention.

(Applaudissements.)

M. Michel ROUGER. - Merci beaucoup, Monsieur le Gouverneur. Merci à tous les intervenants, à tous les participants à cette réunion, et merci aussi, bien évidemment, au Cercle France-Amériques qui nous a accueillis dans ses locaux qui ont été rappelés comme étant fort splendides. Bonnes fêtes de fin d'année à tous et peut-être à l'année prochaine !

(Applaudissements.)

Je vous accompagne au cocktail.

Les débats sont clos à 20 heures 30.