

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

X I I I I <sup>e</sup> L É G I S L A T U R E

# Compte rendu

## **Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies**

- Audition de Mme Carol Sirou, présidente de l'agence de notation Standard and Poor's Paris, zone francophone, accompagnée de M. Jean-Michel Six, chef économiste Europe.

Mercredi

17 novembre 2010

Séance de 18 heures 30

Compte rendu n° 24

SESSION ORDINAIRE DE 2010-2011

**Présidence**

**M. Henri**

**Emmanuelli, Président**



**M. le président Henri Emmanuelli.** Madame Sirou, je vous remercie d'avoir répondu à l'invitation de la Commission. Vous êtes la présidente directrice générale de la branche française de Standard & Poor's, qui est l'une des trois principales sociétés mondiales de notation financière. Votre témoignage sera donc précieux pour notre commission.

J'indique que vous êtes accompagné de M. Jean-Michel Six, chef économiste Europe

*(Mme Carol Sirou et M. Jean-Michel Six prêtent serment.)*

**Mme Carol Sirou, présidente de l'agence de notation Standard and Poor's Paris, zone francophone.** Avec la crise, le grand public a découvert les agences de notation. Elles sont souvent méconnues ou présentées de manière erronée. Il faut souligner que les agences de notation ne sont pas des acteurs de marché mais fournissent à ceux-ci un outil : une opinion prospective sur la qualité du crédit futur d'un émetteur ou d'une émission.

Ce que mesure la notation, c'est le risque de crédit, c'est-à-dire la probabilité de remboursement à terme d'une obligation ou d'un emprunt. Son objet n'est ni la liquidité, ni la volatilité d'un titre, et encore moins l'opportunité de son achat ou de sa vente.

Si la notation est utilisée par les investisseurs, c'est qu'elle permet de comparer des classes d'actifs très différentes et dans des zones géographiques très éloignées. Un référentiel simple peut ainsi être créé pour l'information des investisseurs sur les marchés obligataires.

La notation est basée sur des méthodologies publiques et explicites, déclinées en fonction des différents secteurs. Cet exercice est avant tout comparatif. Il permet de classer de façon relative cette probabilité de défaut, elle-même mesurée par des statistiques que nous publions annuellement pour toutes les classes d'actifs.

Outre la comparabilité, la stabilité de la mesure de la qualité du crédit est essentielle. Les notes ne sont pas intangibles. Elles peuvent évoluer dans le temps. Elles mesurent la prévision du risque de défaut à un moment donné, en fonction de l'information dont nous disposons au moment de leur élaboration. Nous nous efforçons néanmoins de donner une opinion à travers le cycle et d'apprécier le risque de défaut à un horizon non de court terme mais de moyen terme, à échéance de deux à quatre ans.

Dès lors que nous estimons disposer d'assez d'éléments, nous modifions, si nécessaire, les notes, et ce en toute indépendance.

L'outil ainsi élaboré pour le marché obligataire est essentiellement utilisé par des investisseurs de long terme, des gestionnaires d'actifs institutionnels, qui ont en général pour objectif de conserver leurs titres jusqu'à l'échéance. D'où l'intérêt qu'ils portent à la stabilité des notes. Une volatilité excessive ne les intéresse aucunement.

En revanche, les acteurs dits spéculatifs, comme les *hedge funds*, ne sont pas les utilisateurs traditionnels des notes. Leur horizon de temps est très différent du nôtre. De même, les particuliers ont peu vocation à les utiliser.

Ne l'oublions pas, nos notes sont accompagnées d'analyses. Très largement diffusées, celles-ci permettent d'apprécier les facteurs d'évolution des notes, et, grâce aux

perspectives qui les accompagnent, d'anticiper les changements futurs, et donc d'éventuels changements de notations.

Dans le *Global financial stability report* qu'il a publié en octobre dernier, le FMI a procédé à une analyse des notations souveraines et observé sur les trente dernières années l'évolution des notes et leur pouvoir d'information auprès du marché. Il conclut notamment que les perspectives attachées aux notes permettent aux acteurs de marché d'anticiper les évolutions futures des risques de crédit.

L'information que nous donnons sur la qualité de crédit et les probabilités de défaut futur n'est que l'un des paramètres susceptibles d'affecter le comportement et les prises de position des acteurs de marché. La qualité de crédit n'est en effet que l'une des composantes du prix, notamment du *spread*, c'est-à-dire l'écart entre le taux payé par l'émetteur et le taux de référence, c'est-à-dire le taux allemand à dix ans...

**M. le président Henri Emmanuelli.** Pourriez-vous aller au-delà d'une présentation générale du fonctionnement des agences de notation et de l'utilisation qui est faite des notes qu'elles accordent ?

Les utilisateurs des notations nous ont eux-mêmes exposé l'usage qu'ils en faisaient. Ils nous disent en effet que la notation n'est que l'un des paramètres du prix, l'un de leurs éléments d'appréciation en supplément de leur propre expertise. Cela dit, aucun ne veut avouer qu'il a externalisé l'expertise !

**Mme Carol Sirou.** L'exemple des États souverains montre que, dans certaines périodes, la notation peut n'avoir que peu d'impact sur les écarts de taux.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Pour moi, l'appréciation des dettes souveraines dépend non seulement de l'appréciation des agences, mais aussi des projecteurs de l'actualité. L'accent mis par les médias sur une situation ne modifierait-elle pas radicalement l'appréciation portée sur elle ? Vous avez en mémoire, je suppose, des dettes souveraines ne figurant pas parmi les mieux classées et qui pourtant ne semblaient pas attaquées.

**M. Jean-Michel Six, chef économiste Europe de l'agence de notation Standard and Poor's Paris.** Il arrive en effet que, à un instant donné, l'impact des changements de notes sur les marchés soit pratiquement nul.

**Mme Carol Sirou.** L'impact de l'information apportée par la notation sera plus ou moins fort selon le contexte, les anticipations des acteurs et leur perception du risque.

**M. le président Henri Emmanuelli.** L'Irlande est aujourd'hui le symbole d'un changement d'appréciation indépendant de la notation.

**M. Jean-Michel Six.** Les perturbations de la situation de ce pays sur les marchés n'ont en effet aucunement pour origine une baisse de notation. Aucune modification de ses notes n'a été effectuée récemment.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Il se dit cependant partout que les agences s'appêtent à baisser la note de l'Irlande.

**Mme Carol Sirou.** Si des rumeurs peuvent circuler sur les marchés, ce n'est pas nous qui les alimentons. Notre notation est publique. Nous avons mis en place des procédures d'information.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Une rumeur aux termes de laquelle – cela arrive souvent – telle ou telle agence s'apprêterait à dégrader une note peut-elle avoir pour origine une préparation du terrain de votre part pour que le changement ne soit pas trop brutal ?

**Mme Carol Sirou.** Les rumeurs restent des rumeurs. La notation est accompagnée d'un raisonnement et de ce que nous appelons une perspective, laquelle donne les clés de lecture des évolutions possibles. Sur ces bases, le lecteur peut anticiper les évolutions possibles, à un horizon de temps dépendant des différents facteurs mis en avant.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Hier, pourtant, tout l'Internet relayait l'annonce d'une prochaine dégradation de la note du Portugal par les agences.

**Mme Carol Sirou.** Il s'agit de rumeurs. Les comités se réunissent sur la base d'éléments précis en vue d'une actualisation sur les points mis en exergue dans la notation.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Même si la note n'est pas modifiée, chacun peut comprendre qu'une mise en observation assortie d'une perspective négative signifie un risque de baisse de celle-ci...

**Mme Carol Sirou.** L'objet de nos outils consiste en effet, pour ne pas prendre le marché à contre-pied, à lui donner les clés de lecture des points susceptibles d'affecter la qualité de crédit.

**M. Jean-Michel Six.** Monsieur le président, vous remarquerez que les articles de presse que vous évoquez ne sont jamais accompagnés du moindre commentaire d'agence – notamment de la nôtre – susceptible d'appuyer la prétendue nouvelle ainsi dévoilée. Nous avons en effet pour politique de ne jamais effectuer de commentaires sur les rumeurs de marché ; entrer dans cette spirale ruinerait notre métier. À chaque appel d'un journaliste pour demander confirmation d'une rumeur, notre réponse systématique est que nous ne commentons jamais ni nos décisions futures, ni les rumeurs.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Cependant – et il ne s'agit pas d'un reproche –, même si vous n'annoncez pas que vous allez diminuer une note, les formules spécifiques de votre méthodologie – mise sous surveillance, perspective négative – ne signifient-elles pas une future dégradation ?

**M. Jean-Michel Six.** Non. Elles signifient seulement un risque de future dégradation, au cas où certains événements devaient survenir ou des décisions précises ne pas être prises.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Combien de fois une mise en observation assortie d'une perspective négative n'a-t-elle pas été suivie d'une dégradation de la note ?

**Mme Carol Sirou.** D'après les statistiques que nous avons publiées, sur l'ensemble des notes attribuées par nous durant les trente dernières années, la probabilité de dégradation après mise en perspective négative est de 30 %.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Une fois sur trois environ. Voilà un élément parlant.

**M. Jean-Michel Six.** Une note ne peut pas non plus être laissée indéfiniment sous perspective négative. Les investisseurs le savent, l'appréciation ne vaut que pour un temps. Ensuite, nous réexaminons le dossier.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Le président de l'Autorité des marchés financiers a exposé à la Commission d'enquête avoir trouvé anormale la dégradation de la note de l'Espagne par une agence un soir à 17 heures 45. Qu'en pensez-vous ?

**Mme Carol Sirou.** Nos procédures sont très claires. Dès lors qu'un comité a pris une décision, nous en informons l'émetteur. Aux termes du règlement européen actuel, en vigueur depuis le 7 septembre, l'émetteur doit ensuite disposer d'au moins douze heures pour faire, s'il le souhaite, des commentaires sur des éléments factuels. Ensuite, nous publions la notation. L'objectif est une information des marchés aussi rapide que possible. C'est le facteur temps qui a fait que l'annonce du changement de notation de l'Espagne a été publiée juste avant la clôture des marchés.

**M. Jean-Michel Six.** Ou plutôt avant la clôture des marchés européens. Les marchés américains étaient encore ouverts. Les marchés asiatiques s'apprêtaient à ouvrir. La difficulté est qu'au-delà des douze heures, les risques de fuites – de la part de l'émetteur – sont réels. Nous ne pouvons donc pas continuer à garder pour nous une décision qui vient d'être prise.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Venez-vous de dire qu'attendre le lundi matin n'était pas possible ?

**M. Jean-Michel Six.** Nous n'étions pas un vendredi.

**Mme Carol Sirou.** C'était un mercredi, je crois.

**M. Jean-Michel Six.** Pour autant, eu égard aux critiques qui nous ont été faites à la suite de cet épisode très particulier, nous avons décidé de nous efforcer de ne pas publier nos décisions au-delà d'une heure avant la fin des marchés européens. Il reste que les risques de fuites susceptibles de perturber les marchés ne doivent pas être sous-estimés.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Comment expliquez-vous qu'après l'éclatement de la bulle due à la crise des *subprimes*, des produits structurés – Abacus par exemple – aient continué à bénéficier de la note AAA, la meilleure possible ? Est-ce lié à la proximité des agences avec certains émetteurs ? Ce sont tout de même eux qui les financent.

**Mme Carol Sirou.** La notation des opérations, y compris celles de titrisation, est effectuée par application de procédures très claires et de méthodologies publiques.

La non-validation de certaines hypothèses nous a amenés à repenser, pendant ces deux dernières années, l'ensemble de notre approche des opérations de titrisation.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Comment expliquez-vous qu'aucune agence de notation n'ait vu venir la crise des *subprimes* ? Le volume de titres structurés émis à partir de ces prêts a été énorme. Il est aujourd'hui admis comme une évidence que ces prêts étaient consentis à des personnes qui ne disposaient absolument pas des moyens de les rembourser,

et donc que leur remboursement était gagé sur la seule hausse continue de la valeur des actifs.

**Mme Carol Sirou.** Il faut savoir que les *stress* sont calibrés en fonction des hypothèses historiques. Or l'expérience historique sur laquelle étaient fondées non seulement nos hypothèses, mais aussi celles d'autres acteurs du marché immobilier américain, était que l'on n'avait jamais vu une crise d'ampleur nationale – il n'y avait eu que des crises d'ampleur régionale – ni un changement de comportement des émetteurs. Jamais une chute du marché immobilier de cette ampleur n'avait été observée aux États-Unis.

À la suite de cette crise, nous avons revu l'ensemble de notre méthodologie. Nous avons notamment fixé, pour l'attribution de notes élevées, des hypothèses de résistance au stress extrêmement fortes. Aujourd'hui, l'attribution de la note AAA à une opération suppose que son émetteur, quel qu'il soit, puisse résister à des chocs du type de celui qu'ont subi les États-Unis durant la crise de 1929.

Les opérations n'ont pas résisté à la gravité d'une crise d'une ampleur nettement supérieure à ce que l'historique des chutes des prix immobiliers permettait de prévoir.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Des dossiers de prêts de *subprimes* ne comportaient même pas le montant du revenu de l'emprunteur ! Comment une telle attitude, d'une extraordinaire légèreté, est-elle possible ? Or, elle a été systématique. Nous sommes loin de la crise de 1929 ou de celle de trois des cinquante États des États-Unis. Comment peut-on prêter de l'argent à un emprunteur sans s'assurer de sa capacité de remboursement ? Que les courtiers, payés à la commission, aient pu se comporter comme ils l'ont fait est explicable. Mais qu'ensuite, la structuration, la titrisation de ces prêts aient été effectuées sans vérification est incompréhensible. Comment l'expliquez-vous ?

**M. Jean-Michel Six.** Des erreurs tout à fait claires ont été reconnues, y compris par nous. En ce qui concerne les agences de notation, nous basons nos notes sur des projections de *cash-flow*, et non sur des analyses du dossier de chaque client.

Comme leur nom l'indique, les produits structurés étaient formés – c'était bien connu – d'une hiérarchie de couches d'emprunts de qualité différente, du relativement sûr au plus risqué. C'était le travail du « structureur » de procéder à un tel assemblage. Des réserves de surdimensionnement étaient aussi ajoutées au nécessaire pour minimiser le risque.

Cependant, du fait de la simultanéité et de l'ampleur de la crise, ont été affectées non seulement des personnes ne disposant pas de ressources suffisantes, mais aussi des personnes disposant des revenus nécessaires mais qui se sont retrouvées au chômage. De ce fait, alors que l'hypothèse sous-jacente à la structuration était que seules les couches les plus risquées d'un produit structuré pourraient être affectées, c'est toutes les couches qui l'ont été.

L'étude de produits structurés comparables – et non pas exactement identiques – en Europe montre qu'ils se sont beaucoup mieux comportés que les produits américains. Leurs notes aussi sont restées bien meilleures.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Des produits titrisés construits sur des prêts immobiliers accordés à des populations défavorisées ont-ils été commercialisés en Europe ?

**Mme Carol Sirou.** Oui, au Royaume-Uni. Ces opérations résistent à la crise sans défauts majeurs.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Comment réagissez-vous aux propositions du commissaire européen chargé du marché intérieur et des services financiers, M. Michel Barnier, sur votre secteur d'activité ?

**Mme Carol Sirou.** Nous sommes très favorables, et depuis longtemps, à la proposition visant à retirer de certaines réglementations la référence aux notations. La situation actuelle nous donne un rôle qui n'est pas le nôtre. Nous souhaitons être jugés sur la qualité de nos notes. C'est à nous de prouver aux investisseurs les bénéfices que notre opinion peut leur apporter.

Nous sommes également très favorables à la proposition encourageant la concurrence. Nous souhaitons que l'entrée éventuelle de nouveaux acteurs puisse avoir lieu dans le cadre d'une concurrence ouverte sans distorsion.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Les taux de rendement des fonds propres des agences devraient les amener à se démultiplier, par scissiparité. Les bénéfices seraient au rendez-vous.

**M. Jean-Michel Six.** Ce point n'est pas encore à l'ordre du jour.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Le nombre réel d'agences est, je crois, très supérieur à l'idée commune. Quel est-il ?

**M. Jean-Michel Six.** Le FMI a répertorié une centaine d'agences environ. Cela étant, nombre d'entre elles, les plus petites, sont spécialisées sur une région ou un secteur, ce qui limite leur audience.

La principale difficulté pour le développement de la concurrence est que les analyses auxquelles nous procédons nécessitent un long historique. Fonder une analyse sur un recul de deux ou trois ans ne permet pas d'appréhender la stabilité de la gestion d'une entreprise sur le long terme. C'est en raison même de leur jeunesse que nombre d'agences de notation ne disposent pas du même écho que nous.

**Mme Carol Sirou.** De plus, l'exercice de notation est comparatif. Pour expliquer une notation et relativiser les différents niveaux de risques, disposer d'un échantillon assez fourni est nécessaire.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Pouvez-vous compléter vos réponses sur les propositions de M. Michel Barnier ?

**Mme Carol Sirou.** Alors qu'aujourd'hui le règlement européen donne douze heures à une entreprise pour commenter le projet de communiqué de notation de l'agence, la Commission européenne propose d'étendre ce délai à trois jours. Pour nous, les risques de fuites, de délits d'initié, de manipulation de cours en seraient augmentés de façon sensible.

**M. le président Henri Emmanuelli.** La Commission européenne souhaite sans doute permettre la prise en compte des week-ends.

**Mme Carol Sirou.** Non, le délai proposé va au-delà. Il est trop long.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Quelle est votre analyse sur le modèle économique de rémunération des agences ? Il ne leur est du reste pas propre : il s'applique aussi, par exemple, aux auditeurs ou aux laboratoires d'analyse.

**Mme Carol Sirou.** Tout modèle économique présente des risques de conflit d'intérêts. Pouvoir les gérer est donc essentiel.

Les trois grandes agences appliquent le même modèle, dit « émetteur-payeur ».

**M. le président Henri Emmanuelli.** L'une de ces « trois grandes agences » n'est-elle pas beaucoup plus petite que les deux autres ?

**M. Jean-Michel Six.** Elle offre elle aussi une couverture globale. Et sa réputation est tout aussi globale.

**Mme Carol Sirou.** Même si son volume d'affaires est plus faible, nous la considérons comme un acteur de premier rang.

Pour notre part, nous considérons que trois agences disposent d'un panel d'activités et d'une couverture mondiale. Elles appliquent toutes les trois le même modèle économique. La force de celui-ci est de permettre une information très large des marchés.

C'est à l'agence de gérer le fait qu'elle est rémunérée par l'émetteur. C'est à elle de parer aux risques de perte d'indépendance envers le client. À cette fin, les analystes – qui élaborent les notes – et les personnels commerciaux sont clairement séparés. Les analystes ne sont pas rémunérés sur la base des revenus tirés de l'émetteur. De plus – et c'est un point essentiel –, les décisions sont prises de manière collégiale. La capacité d'influence de l'émetteur est donc très limitée. Enfin, nos procédures sont très strictes et nous les suivons à la lettre.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Une rémunération sur un pourcentage de la commercialisation du produit ne serait-elle pas envisageable ?

**Mme Carol Sirou.** Dans le marché obligataire, la rémunération n'est pas organisée sous cette forme, même dans le cadre du modèle « investisseur-payeur ». Sans doute faites-vous référence à des modèles mis en œuvre pour la rémunération des analystes du marché des actions ?

**M. le président Henri Emmanuelli.** Non. La difficulté se rencontre également dans d'autres secteurs comme celui de l'alimentaire ou dans des professions comme celles de commissaires aux comptes ou d'experts comptables : c'est le contrevenant potentiel qui paie l'autorité de régulation et de contrôle ! Que dirait-on si l'étudiant rémunérait le professeur qui lui fait passer l'examen ?

**M. Jean-Michel Six.** Mais ce ne sont pas quelques étudiants seulement qui paieraient leur professeur, mais tous ! Aujourd'hui, du reste, c'est le cas, à travers l'impôt consenti par l'ensemble des parents d'étudiants.

D'une comparaison entre le chiffre d'affaires et la note de chacune des sociétés que nous notons, il ressort que de grands groupes font l'objet de notes moyennes, voire des notes dans la catégorie dite « spéculative » (inférieures à BBB-), tandis que de plus petits bénéficient de notations favorables. On peut en conclure à l'absence de corrélation entre la taille d'une entreprise et sa note moyenne. Notre crédibilité se joue entièrement sur la confiance collective – des émetteurs et des investisseurs – que l'analyse qui est faite repose sur la qualité des émetteurs, leur bilan, leur stratégie et non sur la rémunération qu'ils offrent à l'agence de notation.

**Mme Carol Sirou.** Le grand nombre de nos clients empêche également la dépendance des agences envers un ou quelques clients. Le modèle « investisseur-payeur » s'adresse quant à lui à un nombre beaucoup plus restreint d'investisseurs – les grands gestionnaires d'actifs – avec un risque de concentration réel, les intérêts pouvant être divergents : un investisseur peut souhaiter que le niveau des notes corresponde à ses prises de positions.

Si nous sommes conscients des risques du modèle actuel, nous pensons aussi qu'une bonne gestion de celui-ci, selon des procédures très claires – sur lesquelles nous donnons aujourd'hui aux régulateurs des gages et des informations –, permet de les limiter. *In fine*, ce sont les utilisateurs de nos notes qui vont juger de leur qualité et de notre indépendance.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Pour moi, ce système ne reste rationnel que de façon relative.

**Mme Carol Sirou.** Toutes les grandes agences ont construit leur développement sur un modèle « investisseur-payeur ». Dans les années 1970, une demande de modification est apparue aux États-Unis à la suite de la faillite de la compagnie *Penn Central*. Les émetteurs ont alors compris l'intérêt de donner plus d'informations aux agences, d'être dans une situation de dialogue avec elles. Si bien que le modèle « investisseur-payeur », fondé sur des informations publiques, a été remplacé par le modèle actuel, qui se caractérise par un travail interactif entre l'émetteur et l'agence. Mais peut-être reviendrons-nous sur cette évolution, sachant qu'aux États-Unis, plusieurs sociétés travaillent selon le modèle « investisseur-payeur ». À l'heure actuelle, la diversité existe.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Qu'en pense l'Union européenne ?

**Mme Carol Sirou.** Les autorités européennes viennent de lancer une consultation pour savoir si un autre modèle, plus robuste, permettrait d'éviter les conflits d'intérêts et d'offrir des notations de meilleure qualité.

**M. le président Henri Emmanuelli.** Madame, Monsieur, je vous remercie.

*L'audition s'achève à dix-neuf heures trente.*