



STANDARD & POOR'S

Une action emblématique

La procédure lancée aux Etats-Unis par le département de la Justice pourrait affaiblir toutes les agences.

www.agefi.fr/wikifinance/textes-references

PAR FABRICE ANSELMIS

La nouvelle est tombée le 5 février : le ministre de la Justice américaine annonce que le département de la Justice (DoJ) a lancé la veille une procédure

civile à l'encontre de l'agence Standard & Poor's (S&P) et de sa maison mère McGraw-Hill, concernant les conditions de notation des titrisations adossées à des créances hypothécaires (*residential mortgage-backed securities*, RMBS, et *collateralized debt obligations*, CDO). L'assignation avance que ces notations ont dénaturé les vrais

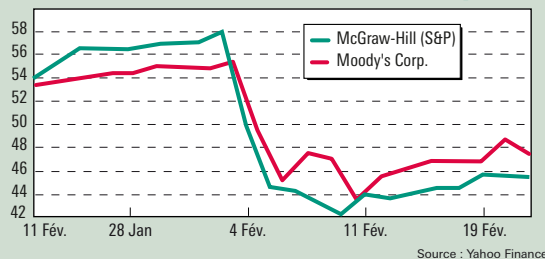
risques de crédit de véhicules qui ont fait perdre des milliards de dollars à de nombreux investisseurs, notamment à des institutions financières fédérales, pour lesquels le DoJ demande jusqu'à 5 milliards de dollars de dommages et intérêts ! Le ministère affirme que S&P n'a cessé, entre 2004 et 2007, de modifier ses critères de notation et de retarder l'évolution de ses modèles d'analyses pour des considérations commerciales en vue de regagner des parts de marché. Et ce en dépit des avis contraires de certains analystes, et des déclarations permanentes de l'agence

« Ce qui change par rapport à un procès civil classique, c'est l'obligation pour le DoJ de prouver l'intention de frauder. C'est toute la difficulté du dossier »

Scott Ellis/Bloomberg

Ron Soffer,
avocat spécialisé aux barreaux
de Paris et New York

L'annonce du département de Justice a entraîné la chute des actions de S&P et Moody's



selon lesquelles ses notations étaient « objectives, indépendantes et libres de toute influence liée à des conflits d'intérêts potentiels » avec les banques clientes qui lui soumettaient de nouveaux véhicules pour notation.

Une plainte particulière

Cette action fédérale, soutenue par les avocats généraux de plusieurs Etats, a d'abord été menée dans le Central District de Californie, où le Western Federal Corporate Credit Union (WesCorp) a failli suite à de lourdes pertes, mais aussi où un jury populaire risque d'être particulièrement sensible à ce dossier lié aux prêts *subprime* du fait des dommages constatés chez les emprunteurs physiques comme chez les fonds de pension. Depuis, treize

autres Etats se sont joints à la procédure. Une question se pose cependant : pourquoi poursuivre plus de cinq ans après des pratiques qui semblaient, déjà à l'époque, connues et communes à plusieurs agences de notation ? L'enquête fédérale au nom de code « Alchemy » a débuté en novembre 2009 et a sans doute été confortée par les conclusions, en janvier 2011, de la Financial Crisis Inquiry Commission. Celle-ci stipulait que les trois grandes agences (avec Moody's et Fitch) avaient tenu un rôle essentiel dans la surenchère dévastatrice sur ces actifs RMBS et CDO... Alchemy porte sur quelque 20 millions d'e-mails liés à ce dossier et auprès de 150 témoins aurait donné lieu à la négociation, courant 2012, d'un arrangement entre le département de la Justice et S&P : ce serait

Dans le collimateur



Shira A. Scheindlin,
juge du Tribunal civil fédéral
du district de Manhattan

« Les notations sont attaquables si elles ont à la fois déformé les opinions ou les analyses détenues par les agences de notation, et si elles étaient fausses ou trompeuses à l'égard des sous-jacent visés » (après avoir renoncé à rejeter, sur la base du premier amendement de la Constitution américaine, une plainte contre Moody's et S&P).

(août 2012)



Michel Barnier,
commissaire européen au
Marché intérieur et aux Services

« Les agences de notation devront être plus transparentes quand elles notent les Etats souverains, et devront suivre des règles plus strictes qui les obligeront à rendre des comptes en cas d'erreur, intentionnelle ou non » (juste après le vote du Parlement européen).

(16 janvier 2013)



Philippe Lamberts,
eurodéputé, belge
et porte-parole des Verts

« Les problèmes fondamentaux des agences restent à ce jour sans réponse satisfaisante, car elles demeurent presque intégralement payées par les entreprises dont elles notent les produits financiers. En d'autres termes, c'est l'élève qui paie le professeur qui l'évalue. Il est difficile de trouver un conflit d'intérêts plus criant »

(16 janvier 2013)

donc son échec qui aurait déclenché la poursuite.

Cette plainte devant un tribunal civil se fonde sur le Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA) de 1989, qui vise habituellement des fraudes au secteur bancaire, et en particulier sur trois types de fautes : « Les fraudes liées à la transmission d'une mauvaise information par la poste ('mail fraud') ou par e-mail ('wire fraud'), et la fraude contre des institutions financières, car l'agence savait, selon ►

Les banques « victimes » ou complices ?

l'accusation, que ses notations de RMBS et de CDO étaient des conditions sine qua non à la commercialisation des tranches auprès des investisseurs », explique Ron Soffer, avocat spécialisé aux barreaux de Paris et New York.

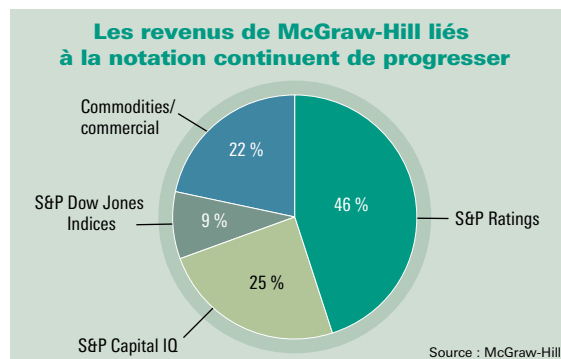
La SEC (Securities and Exchange Commission), habituel régulateur des agences de notation, poursuivrait une enquête de son côté. Mais elle peut être heureuse d'avoir trouvé dans le département fédéral un relais sur ce genre d'affaires, « car elle ne peut sanctionner les agences que pour non-respect des règles de notation, pas pour fraude sur des valeurs mobilières puisque les agences n'en vendent pas ; et seulement dans un délai de cinq ans », rappelle Peter J. Henning, professeur de droit à la Wayne State University Law School.

« Avec une procédure FIRREA, le DoJ aurait un délai de dix ans qui lui permet de remonter sur des montages bien antérieurs, ajoute Matthew L. Larrabee. C'est cependant la première fois que le FIRREA est ainsi utilisé dans un contexte autre que celui pour lequel il a été mis en place à l'issue de la crise des 'savings and loans', poursuit

l'associé du cabinet Dechert. Ce texte prévoit la possibilité pour le ministère public d'assigner une société dans certains cas particuliers. Le juge civil aura vingt-quatre mois pour confirmer que cette procédure est valide. » Pour le département de la Justice, cette procédure civile peut présenter un avantage théorique sur une procédure pénale : « Dans le cadre d'une procédure civile, la charge de la preuve qui pèse sur le gouvernement n'est pas de prouver au-delà du doute raisonnable ('beyond a reasonable doubt'), mais juste que la thèse de culpabilité est plus plausible que la thèse adverse ('a preponderance of the evidence') », note Ron Soffer. Mais ce qui change dans ce procès, par rapport à un procès civil classique, c'est l'obligation pour le DoJ de prouver l'intention de frauder. C'est toute la difficulté du dossier. » Sur la forme, S&P va bien sûr contester la procédure juridique choisie.

Contradiction

Sur le fond, si certains estiment que l'agence de notation peut encore s'appuyer sur le premier amendement de la Constitution américaine qui garantit la liberté d'expression publique afin de remettre en cause le caractère présumé « mal intentionné » de ses méthodes, les décisions de justice tendent à montrer que c'est de moins en moins possible depuis 2008, notamment lorsqu'une agence émet un avis auprès d'un cercle limité d'investis-



Bloomberg

SUR 22 CDO notés par S&P en 2007, 21 ont, à quelques jours d'intervalle, obtenu des notations strictement équivalentes de Moody's (photo).

tisseurs - le jugement historique d'un tribunal fédéral australien contre S&P en novembre (lire l'entretien) va aussi dans ce sens. Du coup, l'agence, qui ne semble pas vouloir remettre en cause certaines négligences, notamment informatiques, va davantage chercher à démontrer l'indépendance de ses procédures, également lorsqu'il s'agissait de renouveler ses modèles.

« Le DoJ ne semble pas toujours faire la différence entre nos discussions internes, techniques ou pas, et nos comités de notation qui décident au final », estime Carol Sirou, présidente de Standard & Poor's France, en citant l'exemple de cet échange d'e-mails désabusés, où un analyste lâchait : « Nous noterions même un produit structuré par des vaches. » Ce commentaire, « sorti de son contexte », porterait en fait sur un CLO (collateralized loan obligation) sans lien avec le marché immobilier ni les produits incriminés par le DoJ. Ce produit a ensuite été structuré très différemment avant d'être noté de manière fiable. On note que les agences Moody's et Fitch avaient pris plus de précautions sur l'enregistrement de leurs débats, et n'auraient a priori pas laissé un de leurs analystes diffuser une vidéo parodiant une chanson des Talking Heads sous le titre « Burning down the house » à propos des CDO structurés en 2006...

L'agence rejette par ailleurs l'accusation selon laquelle elle n'a rien fait entre mars et octobre 2007 alors que la qualité des actifs RMBS « non prime » se détériorait notoirement. S&P relève aussi une contradiction majeure dans l'accusation : comment pouvait-elle se laisser dévier d'une notation indépendante et objective par les banques

Et bientôt en Europe aussi ?

« Un investisseur européen ne pourra agir contre Standard & Poor's en se prévalant d'une éventuelle décision de condamnation par le juge américain que s'il a négocié ses titres, directement ou indirectement, sur un marché

financier aux Etats-Unis », rappelle Silvestre Tandeau de Marsac, avocat du cabinet Fischer Tandeau de Marsac Sur & Associés. Devant un tribunal européen compétent, la possibilité d'engager la responsabilité

d'une agence de notation dépend encore du droit national. « En France, la responsabilité délictuelle des

agences est prévue depuis la loi bancaire du 22 octobre 2010, poursuit-il. Sur la base des articles L.544-5 et L.544-6 du Code monétaire et financier

(photo, NDLR), les agences peuvent voir cette responsabilité engagée à l'égard de tiers ou des émetteurs et ne peuvent plus s'en exonérer par des clauses excluant cette responsabilité. » Ce droit de recours



PHB

arrangeuses de CDO alors que ces mêmes banques, Citi ou Bank of America en tête, sont citées comme les victimes publiques de ces notations sur ces mêmes véhicules dans lesquels elles investissaient aussi... ? Pour confirmer le caractère intentionnel des fautes de l'agence, le DoJ devra donc démontrer que les notations n'étaient pas crédibles au moment précis de leur vote. S&P pourra avancer ses hésitations de l'époque, même si l'agitation bancaire de juin 2007, pour accélérer le passage de RMBS en CDO (« hors bilan »), laissait déjà penser à la fin d'un cycle... Pour l'illustrer, un analyste de S&P enverra d'ailleurs, dans un e-mail à deux banquiers le 13 juillet 2007, le dessin d'un CDO en forme de jeu de « Jenga » dont l'objet consiste à retirer progressivement les pièces d'une tour jusqu'à ce qu'elle s'écroule.

Débat politique

Enfin, Standard & Poor's rappelle que la plupart des véhicules incriminés étaient également notés, et de la même manière, par d'autres agences : par exemple, sur 22 CDO de 2007 notés par S&P, 21 avaient obtenu des notations équivalentes de Moody's, pour laquelle le département de la Justice pourrait aussi lancer une plainte. « A cette époque, les données historiques attestaient des pertes très faibles sur le marché immobilier américain, ce qui explique les ajustements à la baisse de nos hypothèses de 'stress'. Et personne, y compris les pouvoirs publics, n'imaginait un retournement aussi brutal et généralisé à tous les Etats-Unis sur un marché habituellement très régionalisé », ajoute Carol Sirou. Les méthodes des agences ne peuvent logiquement pas être revues tous les six mois au contraire des variables - les hypothèses de « stress » - qui sont introduites dans ces modèles. « En Europe, les 'due diligence' mises en cause ont souvent été plus poussées sur l'historique des emprunteurs immobiliers, ce qui a limité le développement des véhicules adossés à des prêts 'sub-prime' », nous rappelle un ancien analyste de l'agence.

Pour la responsable de S&P France, « de manière générale, le débat sur les agences s'est déplacé

41 PROCÈS CONTRE S&P ont été rejetés d'emblée ou retirés spontanément par les plaignants depuis le début de la crise.

ENTRETIEN AVEC...

John Walker, directeur exécutif d'IMF Australia



« Le jugement exemplaire en Australie pourrait avoir des suites »

Vous dirigez la société IMF qui, après avoir remporté un procès sur les CDO* négligemment distribués par Lehman Brothers, a obtenu un jugement historique contre Standard & Poor's (S&P) en Australie. Comment avez-vous fait ?

En 2006, ABN Amro a été la première banque à structurer des produits CPDO**, adossés à des investissements sur des indices de dette de type CDX ou iTraxx. Elle en avait vendu jusqu'en Australie, où notre société spécialisée dans ces actions en nom collectif a soutenu la plainte de douze municipalités de l'Etat de Nouvelle-Galles du Sud (un comté a aussi obtenu gain de cause via une autre plainte). A la différence des Etats-Unis, une telle action pour « tromperie » devant un tribunal civil n'implique pas forcément, en Australie ou en Europe, de prouver la malhonnêteté, mais juste de montrer que les notations n'avaient pas de fondement raisonnable au regard des risques finalement encourus. En l'occurrence, les meilleurs titres, notés « AAA », impliquaient un risque de défaut inférieur à 1 %, alors qu'ils ont connu, six mois après leur commercialisation, un défaut conduisant à une perte de 90 % de l'investissement (16 millions de dollars australiens en tout pour nos clients sur 50 millions distribués en Australie). Le tribunal fédéral a aussi condamné la banque néerlandaise et son distributeur (Local Government Financial Services) pour manque de transparence. A moins d'un appel, les

trois entités devront chacune payer un tiers des 30 millions de dollars australiens de dommages.

Quid des investisseurs européens ?

Nous avons créé une fondation aux Pays-Bas (Ratings Redress) en vue de soutenir des procédures sur les mêmes CPDO (appelés « Rembrandt ») arrangés par ABN Amro et distribués pour 1,5 milliard d'euros. Notre société sera rémunérée à hauteur de 30 % des réparations. Nous viendrons ensuite à Londres consulter des fonds de pension victimes de produits très similaires arrangés ensuite pour 4 milliards d'euros et notés par Moody's.

Quel parallèle avec les Etats-Unis ?

Malgré les différences, les agences n'apparaissent plus dans les deux cas comme les meilleurs garants des risques pris par les investisseurs : si leur capacité à noter les obligations traditionnelles n'est pas en cause, elles n'ont pas les statistiques historiques pour des produits structurés dont elles ne sont pas toujours capables de juger la corrélation avec les marchés, notamment lorsqu'il s'agit d'introduire de nouvelles variables réalistes dans leurs modèles. C'est aux régulateurs de le comprendre. En attendant, la responsabilité d'autres agences risque d'être mise en cause.

*Collateralized debt obligations'.

**Constant proportion debt obligations'.

du champ technique vers le champ politique ». Wall Street, sans toujours aller jusqu'à parler de vengeance suite à la dégradation des Etats-Unis à l'été 2011, conclut à une volonté politique de maintenir la pression sur le secteur financier et les financements structurés. « Il y a eu des négligences évidentes sur les RMBS, mais les agences ont considérablement renforcé leurs méthodes depuis, confirme un banquier. L'idée de cette plainte est surtout d'amener les investisseurs à prendre leurs distances par rapport à ces notations. » Des investisseurs qui

pourraient aussi reprendre la procédure contre S&P à leur compte, individuellement ou collectivement.

Démonstration de faute intentionnelle pas si évidente, montant de dommages disproportionné par rapport aux revenus de l'agence et aux sanctions demandées pour d'autres fraudes (comme la manipulation du Libor), impossibilité d'imaginer ce marché de la notation encore plus concentré : tout semble confirmer une action davantage symbolique qui permettrait de relancer les négociations en vue d'un règlement à l'amiable. ■