

N° 598

# SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2011-2012

---

---

Enregistré à la Présidence du Sénat le 18 juin 2012

## RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation (1),*

Par Mme Frédérique ESPAGNAC et M. Aymeri de MONTESQUIOU,

Sénateurs.

Tome 1 : Rapport général

---

(1) Cette mission commune d'information est composée de : Mme Frédérique Espagnac, *présidente* ; M. Aymeri de Montesquiou, *rapporteur* ; Mmes Marie-Hélène des Esgaulx, Leïla Aïchi, MM. François Fortassin et Éric Bocquet, *vice-présidents* ; MM. Marc Daunis et Dominique de Legge, *secrétaires* ; MM. Michel Berson, Jean Bizet, Jean-Pierre Caffet, Robert del Picchia, Mme Christiane Demontès, MM. Éric Doligé, Philippe Esnol, Christian Favier, Jean-Claude Frécon, Pierre Hérisson, Roger Karoutchi, Jean-Yves Leconte, Jean-Pierre Leleux, Mme Marie-Noëlle Lienemann, MM. François Marc, Jean Louis Masson, Christian Namy et Charles Revet.



# SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<b>INTRODUCTION</b> .....	7
<b>LES AGENCES DE NOTATION : DESCRIPTION RAPIDE</b> .....	11
A. QU'EST-CE QU'UNE NOTATION ? .....	11
1. <i>Ce que sont les agences de notation</i> .....	11
2. <i>La définition juridique européenne de la notation</i> .....	11
3. <i>Des grilles de notation non standardisées</i> .....	12
B. QUI SONT LES AGENCES DE NOTATION ? .....	14
1. <i>Les agences de notation enregistrées</i> .....	14
2. <i>Les comptes des agences de notation</i> .....	15
3. <i>Les actionnaires</i> .....	15
C. QUI PAYE LES AGENCES DE NOTATION ? .....	16
1. <i>Le modèle historique de rémunération</i> .....	16
2. <i>Le modèle émetteur-payeur</i> .....	16
<b>I. DES AGENCES DE NOTATION DEVENUES INCONTOURNABLES, SANS RETOUR EN ARRIÈRE POSSIBLE À COURT TERME</b> .....	19
A. LE FINANCEMENT PRIVILÉGIÉ DE L'ÉCONOMIE ET DES ÉTATS PAR DES MARCHÉS OBLIGATAIRES MONDIALISÉS : UNE POSITION CLÉ POUR LES AGENCES DE NOTATION .....	19
1. <i>Un changement de modèle de financement des entreprises européennes, au profit des agences de notation</i> .....	20
a) <i>Le marché obligataire, une modalité de financement de l'économie en pleine expansion, qu'elle soit subie ou choisie</i> .....	20
b) <i>Un marché obligataire très internationalisé</i> .....	27
c) <i>Une délégation de l'évaluation du risque de crédit aux agences de notation sur les marchés obligataires</i> .....	30
d) <i>Une notation quasi systématique pour les entreprises émettant sur les marchés obligataires</i> .....	33
2. <i>La notation au cœur du phénomène persistant de la titrisation</i> .....	36
a) <i>La titrisation, une technique de refinancement</i> .....	36
b) <i>Le rôle prépondérant de la notation dans la titrisation</i> .....	37
c) <i>Un marché de la titrisation toujours actif</i> .....	38
3. <i>Des besoins de financement étatique croissants, des marchés obligataires mondialisés, sous influence des notations</i> .....	40
a) <i>Une participation active des États au développement des marchés obligataires, sans autre recherche d'alternatives de financement</i> .....	40
b) <i>Pour la France, un tiers d'investisseurs hors zone euro, rendant la notation souveraine – sollicitée ou non – incontournable</i> .....	47
c) <i>Une interaction de long terme entre la notation et les conditions de financement des États</i> .....	55
4. <i>Une notation plus marginale des collectivités locales françaises à ce stade, en absence d'un recours élargi au marché obligataire</i> .....	60
a) <i>Historiquement, des collectivités locales françaises peu tentées par la notation</i> .....	60
b) <i>Les risques actuels d'un « credit crunch » pour les collectivités locales, la notation comme limite aux émissions obligataires groupées</i> .....	63

B. LA NOTATION, UN POINT DE PASSAGE MÉCANIQUE IMPOSÉ PAR LES POUVOIRS PUBLICS ET LES INVESTISSEURS SANS ALTERNATIVE CRÉDIBLE À COURT TERME .....	68
1. <i>La responsabilité des États dans la dépendance réglementaire aux agences de notation</i> .....	68
a) Les réglementations américaines incorporant les notations : une réponse aux crises du capitalisme .....	68
b) Une fonction réglementaire relayée et amplifiée par le Comité de Bâle .....	70
c) Le rôle majeur des banques centrales .....	74
d) Une délégation de fait de la fonction réglementaire, clé du fonctionnement de l'industrie de la notation.....	77
2. <i>Le rôle des investisseurs et des pratiques de place dans la dépendance des marchés aux agences de notation</i> .....	79
a) Une externalisation de l'évaluation du risque à l'échelle mondiale .....	79
b) Des restrictions formelles d'investissement s'appuyant sur les notations .....	81
c) Des clauses liées aux notations dans les contrats privés .....	82
3. <i>Le rôle renforcé des notations dans le développement des produits structurés</i> .....	83
a) La notation comme partie intégrante de l'élaboration des titrisations .....	83
b) La notation comme obligation réglementaire en France.....	83
4. <i>Le chantier souhaitable, mais encore incantatoire, des alternatives aux notations</i> .....	84
a) Aux États-Unis, une loi sans effets réels .....	85
b) En Europe, un inventaire en cours, sans solution concrète .....	86
c) Un constat de progrès limité par l'absence d'alternatives pratiques.....	87
C. DES DÉCISIONS POTENTIELLEMENT LOURDES DE CONSÉQUENCES, UN STATUT DE LA NOTATION À REDÉFINIR.....	88
1. <i>L'impact économique avéré de la notation</i> .....	88
a) Un effet sur le prix des actifs .....	88
b) Des effets de seuil .....	90
2. <i>Une fiabilité globale soulignée par les statistiques des agences</i> .....	91
a) La corrélation entre la notation et la probabilité de défaut .....	91
b) Les tables de transition .....	94
3. <i>L'avis des investisseurs : mention passable</i> .....	95
4. <i>Des erreurs majeures débouchant parfois sur des crises graves</i> .....	96
a) La mauvaise appréciation du risque politique : le cas de Lehman Brothers .....	96
b) Enron et Parmalat, deux cas de fraude non détectée par les agences .....	97
c) Les effets pervers de la notation de la dette souveraine.....	99
d) Une faute aux conséquences systémiques : la notation des produits subprimes .....	103
5. <i>Une notation devenue bien plus qu'une simple opinion, compte tenu de son impact</i> .....	105
a) Une qualification juridique de la notation aujourd'hui dépassée .....	105
b) Un statut à réinventer : pas de notation sans confiance .....	106
<b>CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE ET PROPOSITIONS</b> .....	109
<b>II. UNE QUALITÉ DES NOTATIONS INSUFFISAMMENT GARANTIE PAR LES MÉCANISMES DE MARCHÉ, UNE RESPONSABILITÉ JURIDIQUE ET ADMINISTRATIVE À CONSTRUIRE</b> .....	113
A. LA QUALITÉ DES NOTATIONS, DES PARAMÈTRES INTERNES PEU CONTRÔLÉS .....	113
1. <i>Les méthodes de notations, un enjeu durablement éludé</i> .....	114
a) Des méthodes déterminées librement par les agences .....	114
b) La transparence encore insuffisante d'une notation par nature subjective.....	117
c) La contestation des méthodes.....	119
2. <i>La zone d'ombre des moyens mobilisés par les agences</i> .....	121
a) Un nombre de dossiers par analyste peu contrôlé, des chiffres troublants.....	121
b) Une politique de formation des analystes à la discrétion des agences.....	125
c) Une ancienneté et un turn-over qui doivent être source d'attention .....	127

B. LE « MARCHÉ », UN GARDE-FOU BIEN MODESTE, PARFOIS UN POUSSE AU CRIME.....	128
1. Des entreprises en position de faiblesse face aux agences .....	128
a) Un processus de notation à sens unique.....	129
b) Des émetteurs « prisonniers » des agences de notation .....	132
2. Les investisseurs : « rien oublié, rien appris ».....	135
a) Une défiance affichée .....	135
b) Une confiance maintenue dans les faits.....	135
3. Des conflits d'intérêts désormais mieux surveillés.....	139
a) Des conflits d'intérêts au cœur de la notation des produits structurés.....	139
b) Les liens entre actionnaires des agences de notation et entité notée .....	141
c) La fourniture de « services accessoires ».....	142
d) Une autorégulation clairement insuffisante .....	144
e) Des conflits d'intérêts mieux encadrés .....	144
4. L'intérêt d'un modèle « investisseur-payeur » pour la titrisation .....	146
a) De nombreux modèles alternatifs au modèle émetteur-payeur, en théorie .....	146
b) La transposition générale du modèle « investisseur-payeur » : un modèle évident, des inconvénients certains .....	149
c) La création nécessaire d'une plateforme pour la notation des produits structurés .....	153
C. UNE RESPONSABILITÉ CIVILE INTROUVABLE.....	154
1. Une irresponsabilité révélée par la crise des subprimes .....	155
a) Des procès encore rares et tournant le plus souvent en faveur des agences .....	155
b) Aux États-Unis, une ambiguïté sémantique autour de la qualité « d'opinion » .....	157
c) En Europe, une responsabilité civile difficile à reconnaître.....	158
d) Hors d'Europe et des États-Unis, de faibles mises en cause.....	161
2. Des évolutions législatives encore insuffisantes.....	162
a) L'échec de la loi Dodd-Frank aux États-Unis .....	162
b) L'absence d'harmonisation européenne .....	163
c) La délocalisation par le droit opérée par Moody's .....	164
3. Un régime de responsabilité à mieux cerner.....	165
a) Des émetteurs peu susceptibles d'attaquer les agences .....	165
b) L'absence de relation contractuelle entre les agences et les investisseurs.....	165
c) Un capital des agences insuffisant pour réparer les dommages.....	167
d) La nécessaire harmonisation européenne de la responsabilité civile des agences de notation.....	169
D. UN CONTRÔLE ADMINISTRATIF NAISSANT, DES EXIGENCES À RENFORCER.....	171
1. Un secteur incontrôlé jusqu'à la crise des subprimes .....	172
a) La volonté contrariée du législateur français d'un vrai contrôle des agences de notation.....	172
b) À l'international, une préférence pour l'autorégulation jusqu'en 2007, un retard européen par rapport aux États-Unis .....	174
c) Une autorité désormais européenne dont les moyens doivent être mis au regard de ses missions .....	175
d) L'effort réglementaire : un poste de coût important pour les agences.....	177
2. Une obligation d'enregistrement des agences en trompe l'œil .....	177
a) Une procédure d'enregistrement qui se généralise dans le monde .....	177
b) La procédure européenne, un travail long et documenté .....	178
c) La faiblesse de l'examen des informations liées aux ressources humaines.....	180
d) Une ambiguïté fondamentale débouchant sur une faible crédibilité des agences enregistrées.....	182
e) L'harmonisation nécessaire du travail entre autorités américaines et européennes.....	184
3. Des sanctions très rares, un processus de contrôle limité .....	185
a) Des contrôles administratifs de faible portée .....	185
b) Un arsenal limité de sanctions, des délais particulièrement longs .....	187
<b>CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE ET PROPOSITIONS .....</b>	<b>189</b>

<b>III. LA NÉCESSITÉ D'UN NOUVEL ACTEUR EUROPÉEN FIABLE, POUR UNE MEILLEURE INFORMATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE.....</b>	<b>195</b>
<b>A. UN MARCHÉ OLIGOPOLISTIQUE DE LA NOTATION, SOURCE DE RENTES DE SITUATION .....</b>	<b>195</b>
1. <i>Un marché mondial que se partagent trois agences.....</i>	195
a) Un duopole écrasant .....	195
b) Un challenger.....	197
c) Hors d'Europe, des agences locales avec des parts de marché significatives .....	197
2. <i>Une rente de situation lucrative .....</i>	199
a) Des tarifs élevés au regard des coûts de production .....	200
b) Des marges très élevées.....	200
c) Un relèvement possible de la taxe sur les agences .....	201
3. <i>Un oligopole difficile à remettre en cause .....</i>	202
a) Des barrières à l'entrée élevées.....	202
b) Des interrogations sur l'impact de la concurrence sur la qualité de la notation.....	205
<b>B. UNE PLUS GRANDE CONCURRENCE SOUHAITÉE PAR LES ACTEURS DE MARCHÉ .....</b>	<b>206</b>
1. <i>Les avantages attendus d'un surcroît de concurrence.....</i>	206
a) Une liberté de choix accrue.....	207
b) Un plus grand pluralisme des analyses.....	207
c) Les limites de la concurrence.....	208
2. <i>Le mythe d'un renforcement mécanique de la concurrence .....</i>	209
a) La rotation obligatoire, une idée peu convaincante .....	209
b) Les faiblesses d'une concurrence artificielle .....	211
c) Une voie de l'appel d'offres à privilégier .....	213
3. <i>Favoriser la diffusion de formes différentes d'évaluation du risque de crédit.....</i>	213
a) Sur la dette souveraine.....	213
b) Pour la dette des entreprises .....	214
<b>C. PROMOUVOIR UN GRAND ACTEUR EUROPÉEN DE LA NOTATION .....</b>	<b>215</b>
1. <i>Le projet d'une agence publique européenne.....</i>	216
a) Les options envisageables.....	216
b) La question de la crédibilité.....	217
c) Une absence de consensus politique.....	218
2. <i>L'incitation au développement d'initiatives privées .....</i>	219
a) Une diversification d'assureurs-crédits peu couronnée de succès.....	219
b) Le projet du cabinet Roland Berger.....	220
c) L'opportunité d'un appel à projets à l'échelle européenne .....	222
<b>CONCLUSION DE LA TROISIÈME PARTIE ET PROPOSITIONS .....</b>	<b>225</b>
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE .....</b>	<b>229</b>
<b>RÉCAPITULATIF DES PRINCIPALES PROPOSITIONS .....</b>	<b>231</b>
<b>CONTRIBUTION DU GROUPE COMMUNISTE RÉPUBLICAIN ET CITOYEN.....</b>	<b>235</b>
<b>ADOPTION DU RAPPORT .....</b>	<b>237</b>

## INTRODUCTION

Constituée le 22 février 2012, la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation, composée de 27 membres issus de tous les groupes politiques du Sénat, a été créée à la demande du groupe de l'Union centriste et républicaine, sur l'autorisation de la Conférence des Présidents en date du 7 février 2012.

Conformément au règlement du Sénat, elle est présidée par un membre de la majorité sénatoriale et son rapporteur est issu de l'opposition. Celui-ci est membre du groupe politique à l'origine de la demande de création de la mission. Une mission commune d'information dispose des mêmes pouvoirs d'information, de contrôle et d'évaluation que les commissions permanentes.

L'initiative du Sénat est intervenue à un moment où se manifestent des interrogations sur la capacité des agences de notation à évaluer les risques de manière satisfaisante, en particulier en ce qui concerne la dette souveraine, et des inquiétudes sur les conséquences de ces notes pour le financement des États, des collectivités territoriales et des acteurs économiques.

Les agences de notation, quoique intervenant puissamment depuis le XIX<sup>e</sup> siècle, demeuraient ignorées du grand public. Le séisme financier puis économique qui a frappé le monde en 2008 les a mises en lumière lors des scandales financiers, entre autres celui des *subprimes*, et les a fait connaître de façon très négative.

Comment le travail des analystes des agences est-il mené ? Selon quelles méthodes ? Dans quelles conditions leur est-il possible de formuler un avis réellement qualifié sur une entreprise, un État, une collectivité territoriale ? Quelles sont les raisons pour lesquelles ce qui se présente comme une simple opinion a acquis aujourd'hui une telle importance pour les marchés financiers ? Quel a été l'impact des réglementations européennes et américaines mises en place récemment ? Comment apporter de nouvelles réponses aux dysfonctionnements rencontrés ?

Telles sont notamment les questions que se posait le Sénat.

La mission commune d'information a pu, dès le début de ses travaux, bénéficier des conclusions de la commission des affaires européennes du Sénat, saisie au titre de l'article 88-4 de la Constitution d'une proposition de modification du règlement européen du 16 septembre 2009, en cours d'examen au premier semestre 2012<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Communication de notre collègue Eric Bocquet le 1<sup>er</sup> mars 2012 devant la commission des affaires européennes du Sénat.

Elle a mené ses travaux de façon collégiale en conjuguant plusieurs approches : travail d'auditions publiques et ouvertes à la presse, missions à l'étranger, comparaisons internationales, investigations sur pièces dans les données confidentielles des agences de notation, consultation directe des analystes, des émetteurs et des investisseurs.

Premièrement, la mission commune d'information a conduit 21 auditions, dont 7 sous forme de tables rondes, avec des administrations, des entreprises du secteur financier et non financier, des collectivités locales, des économistes. Les comptes rendus de ces auditions sont en ligne sur le site internet du Sénat.

Elle s'est rendue deuxièmement à Washington et New-York, pour 13 entretiens avec, notamment, des représentants du Congrès, de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, des dirigeants de Standard and Poor's, Moody's et Fitch, à Londres, pour 6 entretiens à la *City*, à la Chambre des communes et à la Chambre des Lords, et à Bruxelles, pour 5 entretiens à la Commission, au Parlement européen et à la représentation française.

Troisièmement, une commande a été passée au réseau international de la direction générale du Trésor pour une étude comparative<sup>1</sup> sur le marché et la réglementation des agences de notation dans des pays émergents ou de l'OCDE (Australie, Brésil, Canada, Chine, Hong Kong, Inde, Japon, Mexique et Singapour) qui offrent sur ce sujet une vision complémentaire.

Quatrièmement, le Sénat a souhaité avoir accès aux 30 000 pages que les trois agences de notation Standard and Poor's, Moody's et Fitch ont communiquées en 2010 et 2011 aux autorités européennes pour obtenir leur enregistrement en Europe. Il s'agissait de pouvoir porter un jugement sur les exigences de cette nouvelle procédure d'enregistrement et d'étudier certains aspects peu connus du fonctionnement des agences.

Cinquièmement, il a souhaité pouvoir consulter directement les analystes des agences, les émetteurs et les investisseurs. Les témoignages adressés par les analystes lui ont permis de mieux mesurer leurs contraintes de travail. Pour ce qui concerne les investisseurs, qui sont les « utilisateurs » des notations, le Sénat a fait appel, par le biais d'un marché à procédure adaptée, à un institut spécialisé (IFOP), pour les consulter sur la confiance qu'ils portent aux agences de notation et leurs éventuels souhaits de changement<sup>2</sup>.

La mission commune d'information a rencontré peu d'obstacles pour mener à bien son travail.

Du côté des administrations, elle a ainsi pu bénéficier de l'appui du réseau international de la direction générale du Trésor, de celui de l'Agence France Trésor, de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de l'Autorité européenne des marchés financiers. L'AMF lui a ainsi grandement facilité

---

<sup>1</sup> Cette étude figure en annexe du présent rapport.

<sup>2</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.



l'accès aux dossiers d'enregistrement des agences de notation. Tout au plus peut-on regretter que les administrations financières, si elles répondent volontiers aux questionnaires du Sénat, rechignent encore à communiquer des documents, des pièces qui permettraient une analyse plus poussée sur certains points.

Pour ce qui concerne les entreprises, la mission commune d'information a constaté à regret les réticences de certaines à venir s'exprimer publiquement sur les agences de notation. Il y a là une appréhension qui souligne le pouvoir acquis par les agences sur les marchés.

Enfin, les trois grandes agences de notation, Standard and Poor's, Moody's et Fitch ont ouvert leurs portes à la mission commune, à haut niveau, que ce soit à New York, à Londres ou à Paris. Marc Ladreit de Lacharrière, président de FIMALAC et de Fitch, s'est rendu à l'invitation du Sénat.

Le dialogue avec les agences a été parfois vif, mais fructueux. La transparence des agences de notation a malheureusement souvent trouvé ses limites dans un renvoi trop systématique à leur site internet.

Leurs « rapports de transparence » imposés par la réglementation européenne restent malheureusement bien pauvres. Ils n'offrent que peu de réponses aux questions légitimes que se posent désormais les citoyens sur les moyens effectivement mis en œuvre pour « bien noter » des États, des collectivités locales et des entreprises, alors que leur avenir en dépend de plus en plus souvent.



## LES AGENCES DE NOTATION : DESCRIPTION RAPIDE

### A. QU'EST-CE QU'UNE NOTATION ?

#### 1. Ce que sont les agences de notation

Une agence de notation est une entité qui exerce une activité d'évaluation indépendante, selon une méthodologie qui lui est propre, publique ou non, conduisant à l'émission d'une opinion sous forme de note. Certaines agences notent les stratégies et comportements des entreprises en termes de politique sociale, d'environnement ou de gouvernement d'entreprise. Les agences de notation financière évaluent le risque de crédit, c'est-à-dire le **risque de défaut d'un émetteur sur ses dettes financières**. À ce titre, elles sont susceptibles d'avoir un impact sur le cours des instruments financiers concernés.

On dénombre environ **130 agences de notation financière dans le monde**, qui n'exercent pour beaucoup que dans un pays ou un secteur donné.

#### 2. La définition juridique européenne de la notation

Selon le règlement européen du 16 septembre 2009 (article 3), la notation de crédit est « *un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers* ». Elle donne donc une indication du risque de solvabilité attaché à un organisme ou à un titre donné, c'est-à-dire du risque de défaut. Moody's indique officiellement que sa notation prend en compte, en outre, une anticipation du montant de la perte financière en cas de défaut.

En application de la réglementation, les agences doivent rendre publiques les méthodes, ainsi que les descriptions des modèles et des principales hypothèses de notation. Aux termes de l'article 7 du règlement précité, les agences doivent garantir que les informations qu'elles utilisent aux fins de l'attribution d'une notation de crédit sont de qualité suffisante et de sources fiables. Chaque agence ayant élaboré sa propre méthodologie de notation, qui relève d'un « secret de fabrication », seuls les aspects méthodologiques les plus généraux sont rendus publics. Les régulateurs - Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, ou en anglais ESMA) en Europe, *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis – n'ont pas de droit d'ingérence dans le contenu des notations de crédit et les méthodes.

### 3. Des grilles de notation non standardisées

Chaque agence publie sa propre grille de notation. La méthodologie des agences pour établir ces notes est spécifique.

**Tableau n° 1 : grille de notation des trois principales agences dans le monde**

Standard and Poor's	Moody's	Fitch	Commentaire
<b>Catégorie « investissement »</b>			
AAA	Aaa	AAA	<i>Valeurs de premier ordre</i>
AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	<i>Qualité haute</i>
A+ A A-	A1 A2 A3	A+ A A-	<i>Qualité moyenne</i>
BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	<i>Qualité moyenne inférieure</i>
<b>Catégorie spéculative</b>			
BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	<i>Éléments spéculatifs</i>
B+ B B-	B1 B2 B3	B+ B B-	<i>Hautement spéculatif</i>
CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3	CCC+ CCC CCC-	<i>Risques élevés</i>
CC	Ca	CC	<i>Ultra spéculatif</i>
R	C	C	<i>Faibles perspectives</i>
SD ( <i>selective default</i> )	/	RD ( <i>restricted default</i> )	<i>En défaut</i>

En gris, zone de défaut

Source : agences de notation

**Tableau n° 2 : quelques notations  
(issues principalement des notes Standard and Poor's)  
mai 2012**

<b>États souverains</b>	
France	AA+
Allemagne	AAA
Autriche	AA+
Belgique	AA
Espagne	BBB+
Grèce	CCC
Hongrie	BB+
Italie	BBB+
Pologne	A-
Portugal	BB
République Tchèque	AA-
États-Unis	AA+
Japon	AA-
Russie	BBB
<b>Collectivités territoriales</b>	
Ile de France	AA+
Clichy-sous-Bois	Aa3 (Moody's ; arrêt déc. 2011)
Lyon	AA
Manche	Aa1 (Moody's ; arrêt oct. 2011)
Essonne	AA
<b>Grandes entreprises françaises</b>	
BNP Paribas	AA-
Société générale	A
Peugeot	BB+
Renault	BB+
France Telecom	A-

**Tableau n° 3 : évolution de la répartition des notes des émetteurs français**

	<b>2003</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
AAA et AA	44 %	38 %	39,5 %	52 %	33 %	37 %
A	40 %	41 %	38,5 %	22 %	43 %	37 %
BBB	10 %	14 %	13 %	15 %	16 %	19 %
Catégorie spéculative	6 %	7 %	9 %	11 %	8 %	7 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Source : Autorité des marchés financiers

## B. QUI SONT LES AGENCES DE NOTATION ?

### 1. Les agences de notation enregistrées

Aux États-Unis, et au sein de l'Union européenne – depuis le règlement communautaire du 16 septembre 2009 –, **les agences doivent faire l'objet d'un enregistrement**. Cet enregistrement relève, aux États-Unis, de la *Securities Exchange Commission* (SEC), et, en Europe, depuis 2011, de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Les agences enregistrées dans des pays tiers à l'Union européenne peuvent faire l'objet d'une certification si les règles qui leur sont applicables sont équivalentes aux exigences du règlement communautaire, ou si elles peuvent s'adosser à une agence enregistrée en Europe.

En 2011, **dix agences étaient enregistrées aux États-Unis par la SEC<sup>1</sup>**. Au sein de l'Union européenne, on compte dix-sept agences de notation enregistrées ou certifiées<sup>2</sup>. Seules cinq agences proposaient une notation de dette souveraine.

**Tableau n° 4 : Principales caractéristiques des trois grandes agences de notation**

	<b>Standard and Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>
Date de création	1916/1922	1909	1924
Siège social	États-Unis	États-Unis	États-Unis et Royaume-Uni
Nombre d'analystes (2010)	1 345	1 204	1 049
Nombre d'analystes dans l'Union européenne	535	226	242
Nombre d'analystes en France <sup>3</sup>	70	17	25
Nombre de notations	1 190 500	1 039 187	505 024
<i>Dont sur obligations publiques</i>	<i>965 900</i>	<i>841 235</i>	<i>363 897</i>

Source : *Securities and Exchange Commission (SEC) et Commission européenne*

**Standard and Poor's et Moody's détiendraient ensemble 80 % des parts de marché mondial et Fitch 15 %**. En 2011, la SEC considérait que ces trois agences représentaient même 97 % de la notation financière aux États-Unis et 98 % des revenus. Les parts de marché respectives des trois agences varient selon les produits notés : 43,2 % pour Standard and Poor's,

<sup>1</sup> La SEC a refusé à plusieurs reprises l'enregistrement de l'agence chinoise Dagong.

<sup>2</sup> La Japan Credit Rating Agency est certifiée.

<sup>3</sup> Dans son rapport de 2010, l'Autorité des marchés financiers note que toutes les entités françaises ne sont pas notées en France et que les analystes travaillant à Paris ne se consacrent pas tous à la notation d'entités françaises.

32,3 % pour Moody's et 13,1 % pour Fitch en ce qui concerne les entreprises industrielles (soit un total de parts de marché de 88,6 %) ; 24,0 % pour Standard and Poor's, 35,1 % pour Moody's et 33,0 % pour Fitch en ce qui concerne les sociétés financières (soit un total de parts de marché de 92,1 %).

Les noms de Dominion Bond Rating Service (DBRS ; Canada et États-Unis), de Japan Credit Rating Agency (JCRA) ou de Rating and Investment Information (Japon) sont ceux revenant le plus souvent parmi les agences régionales les mieux établies.

## 2. Les comptes des agences de notation

Sans que ces chiffres distinguent toujours les activités de notation financière d'autres activités, on peut souligner l'importance des résultats et de la marge opérationnelle des trois agences (entre 39,5 % et 45 %). Selon la Commission européenne, la marge opérationnelle sur la seule notation serait encore supérieure aux pourcentages mentionnés. Elle serait de l'ordre de 50 % pour Standard and Poor's.

**Tableau n° 5 : chiffre d'affaires et rentabilité des trois grandes agences de notation (2011)**

	<b>Standard and Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>
Chiffre d'affaires (en millions de dollars)	1 767	2 280,7	732,7
Résultat opérationnel (en millions de dollars)	719	888,4	227
<b>Marge opérationnelle</b>	<b>40,7 %</b>	<b>39 %</b>	<b>31 %</b>

Source : Rapports annuels de McGraw-Hill, Moody's et FIMALAC

## 3. Les actionnaires

La composition du capital des trois agences de notation n'est pas connue avec exactitude, à l'exception de Fitch, détenue à 50 % par la holding française FIMALAC, présidée par Marc Ladreit de Lacharrière, et à 50 % par l'entreprise américaine de médias Hearst (montée progressive dans le capital, avec rachat de 20 %, puis 10 % début 2012)<sup>1</sup>. Les deux agences principales Standard and Poor's et Moody's présentent certains actionnaires communs.

<sup>1</sup> La participation de Marc Ladreit de Lacharrière dans Fimalac est passée sur cette période de 40 % à 85 %, soit donc un intérêt indirect dans Fitch passé de 40 % à 42,5 %.

**Tableau n° 6 : liste des dix actionnaires de référence de Moody's et de McGraw-Hill au 31 décembre 2011**

<b>Nom des actionnaires de Moody's Investors Service</b>	<b>%</b>	<b>Nom des actionnaires de McGraw-Hill</b>	<b>%</b>
Berkshire Hathaway Inc	12,77	Capital World Investors	8,99
Capital World Investors	8,19	Vanguard Group, Inc.	4,88
Valueact Capital Management, L.p.	7,45	State Street Corp	4,76
Vanguard Group Inc.	4,92	OppenheimerFunds, Inc.	4,36
T. Rowe Price Associates Inc.	4,47	Dodge & Cox	3,30
AllianceBernstein LP	3,63	Jana Partners LLC	3,19
State Street Corp	3,28	T. Rowe Price Associates, Inc.	3,12
Independent Franchise Partners LLP	2,79	BlackRock InstitutionalTrust Co. NA	3,07
Manning & Napier Advisors, LLC	2,42	Morgan Stanley I.M. Inc.	2,44
BlackRock Institutional Trust Co. NA	2,30	Independent Franchise Partners LLP	2,19
<b>Total</b>	<b>52,22</b>	<b>Total</b>	<b>40,30</b>

Source : Morningstar.com

### **C. QUI PAYE LES AGENCES DE NOTATION ?**

#### **1. Le modèle historique de rémunération**

Le mode de rémunération des agences de notation a connu une profonde évolution. Jusqu'au début des années 1970, les notations étaient financées par les investisseurs qui souhaitaient s'informer sur la qualité des actifs dans lesquels ils envisageaient d'investir. La plupart des notations émises étaient donc, par construction, non sollicitées par l'émetteur. Le modèle de l'investisseur-payeur (souvent qualifié d'investisseur/abonné payeur) était dominant.

#### **2. Le modèle émetteur-payeur**

La crise financière au début des années 1970 aux États-Unis, le développement du marché obligataire ainsi que, dans une moindre mesure, le développement de la photocopieuse ont déclenché un renversement du modèle de facturation. Moody's suivi rapidement par Standard and Poor's a commencé à facturer les émetteurs soucieux d'attirer et de rassurer les investisseurs.



La complexification croissante des marchés financiers, avec notamment l'essor des produits structurés, a accompagné et conforté le développement du modèle de l'émetteur-payeur qui est ainsi devenu le modèle dominant, le modèle de l'investisseur/abonné payeur n'étant plus que le fait des plus petites agences de notation.



## **I. DES AGENCES DE NOTATION DEVENUES INCONTOURNABLES, SANS RETOUR EN ARRIÈRE POSSIBLE À COURT TERME**

Ce chapitre vise à poser un diagnostic sur la place occupée par les agences de notation, d'une part, dans le financement de l'économie, des États et des collectivités locales, d'autre part, dans les choix des investisseurs.

Devenues incontournables, les agences de notation occupent une position de force dans un marché de capitaux profondément internationalisé.

Un retour en arrière, s'il est nécessaire, n'apparaît pas possible à court terme.

**Le rôle et l'impact des notations ont changé, peut-être de manière durable. Les notes ne sont plus de simples opinions ; les erreurs commises peuvent être mortifères. Il convient d'en tirer les conséquences, en termes de définition des notations, et par une exigence de qualité sans concession.**

### ***A. LE FINANCEMENT PRIVILÉGIÉ DE L'ÉCONOMIE ET DES ÉTATS PAR DES MARCHÉS OBLIGATAIRES MONDIALISÉS : UNE POSITION CLÉ POUR LES AGENCES DE NOTATION***

Les agences de notation constituent les auxiliaires incontournables du marché obligataire pour l'évaluation du risque de défaut des emprunteurs<sup>1</sup>. Malgré l'existence d'analystes de crédit au sein des banques, la fonction d'évaluation des risques est externalisée vers les agences, érigées en « tiers impartial ». Le marché obligataire est en effet mondialisé. Le nombre d'obligations, et l'éloignement des émetteurs par rapport aux investisseurs, ont imposé un **standard d'évaluation harmonisé et synthétique** : la note. **Plus de 10 000 émetteurs dans le monde sont notés** par la seule agence de notation Standard and Poor's, qui a émis plus d'un million de notes sur des obligations.

Dans le financement de l'économie, on assiste à **un changement de modèle progressif** – subi ou choisi par les pouvoirs publics – d'un modèle bancaire « intermédié » vers une « désintermédiation », initiée depuis longtemps aux États-Unis. Cette tendance silencieuse, liée en partie à la crise bancaire et à de nouvelles contraintes de fonds propres, est de nature à renforcer encore les agences de notation. Elle est résumée ainsi par Marc Ladreit de Lacharrière, président de FIMALAC, premier actionnaire et

---

<sup>1</sup> *Les marchés d'actions ne recourent pas aux agences de notation. L'évaluation de la valeur des sociétés est effectuée en interne par les analystes des opérateurs de marché. Cette différence s'explique par la différence de fonctionnement de ces deux marchés. Le marché obligataire est d'abord un marché primaire, où l'évaluation du risque intervient essentiellement au moment de l'émission de l'emprunt. Le marché d'actions est surtout un marché secondaire, avec un volume et une fréquence importante de transactions. L'internalisation de l'analyse du risque est la condition sine qua non de la rapidité des transactions.*

président de Fitch « *moins les banques ont d'importance, plus le recours aux agences de notation augmente* »<sup>1</sup>.

La notation est aussi au cœur du phénomène persistant, malgré les scandales, de la titrisation.

Les États, dont la France, se financent, et se refinancent, pour des montants considérables exclusivement sur les marchés obligataires, sans recherche d'alternatives. La faible crédibilité de leurs trajectoires financières, et la transparence perfectible de leurs comptes, ont corrélativement accru la confiance portée par les marchés aux analyses des agences, malgré la faible valeur objective de la notation des dettes souveraines.

Même les collectivités territoriales, face à un risque de « *credit crunch* » pourraient être obligées de passer entre les fourches caudines des agences.

**Peu nombreux sont aujourd'hui les acteurs pouvant se financer sur les marchés sans être notés.**

## **1. Un changement de modèle de financement des entreprises européennes, au profit des agences de notation**

*a) Le marché obligataire, une modalité de financement de l'économie en pleine expansion, qu'elle soit subie ou choisie*

(1) En principe, des modes diversifiés de financement de l'économie

Le financement de l'économie est assuré par la mise en présence d'un investisseur, dit « offreur de capitaux », et d'un demandeur de capitaux, à savoir une collectivité publique ou une entreprise. La rémunération de l'investisseur sera d'autant plus élevée que la probabilité qu'il ne « récupère pas sa mise » est forte. Dès lors, **la bonne mesure du risque est essentielle pour calibrer la rémunération de son investissement.**

Il existe quatre principales modalités de financement de l'économie :

- l'entreprise peut décider de « **s'auto-financer** » par la mise en réserve des bénéfices dégagés sur un exercice afin de les réutiliser sous forme d'investissements et de dépenses de développement lors des exercices futurs.

La faculté de l'État et de certaines collectivités publiques de lever l'impôt peut être assimilée à une forme d'auto-financement ;

- l'entreprise peut également choisir de vendre des **actions**, notamment sous la forme d'une introduction en Bourse, qui sont des **titres de propriété**. En contrepartie de l'apport de capitaux, l'investisseur acquiert la possibilité de peser sur les choix stratégiques de l'entreprise. Ce mode de financement n'est donc pas ouvert aux États ni aux collectivités publiques ;

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 9 mai 2012.

- l'entreprise – ou la collectivité publique – a enfin la possibilité de recourir à **l'endettement** : l'investisseur détient alors une **créance** sur l'entreprise mais ne peut intervenir dans sa gestion. L'endettement peut être **bancaire** ou **obligataire**.

Dans le premier cas, le financement est dit « intermédié » car la banque occupe un rôle d'intermédiaire entre l'épargnant et l'entreprise. Concrètement, la banque reçoit les dépôts et l'épargne de ses clients et les **transforme** afin de proposer des prêts aux entreprises.

En revanche, dans le second cas, l'entreprise (ou la collectivité publique) émet une « *obligation* » qui est directement souscrite par l'investisseur. La relation est qualifiée de « **désintermédiée** », **car les banques ne sont pas, par elles-mêmes, apporteurs de capitaux**. Pour autant, les banques de financement et d'investissement jouent un rôle d'animation du marché obligataire et aident à la rencontre entre l'investisseur et l'entreprise.

### Marché primaire et marché secondaire

Sur les marchés financiers, il convient de bien distinguer le marché primaire et le marché secondaire.

Le marché primaire constitue la mise à disposition initiale auprès du public des titres financiers. Pour les obligations, on parlera « d'émission ». Pour les actions, on distinguera l'introduction en bourse, si la société n'est pas encore cotée, et les émissions nouvelles, dans le cas où la société est cotée et entend lever à nouveau du capital par la diffusion de nouvelles actions.

Une fois les titres acquis par les investisseurs, ceux-ci peuvent bien évidemment les revendre à d'autres investisseurs. Ces transactions interviennent sur le marché secondaire.

**Du point de vue du financement de l'entreprise, le marché primaire permet seul de lever des fonds.**

*Source : Sénat*

#### (2) Le financement obligataire, une opération complexe

À l'instar des émissions d'actions, une émission obligataire constitue une **opération complexe** tant sur le plan juridique que financier. Les émetteurs doivent par conséquent recourir aux services d'une banque de financement et d'investissement, dite « arrangeur », qui monte l'opération financière (montant, maturité, modalités de remboursement, taux d'intérêt offert, etc.) en lien avec un cabinet d'avocats qui supervise la rédaction des documents légaux, notamment le « prospectus » (*cf. infra*). D'autres banques sont qualifiées « d'agents placeurs », c'est-à-dire qu'elles recherchent des investisseurs intéressés par la souscription de ces obligations.

Les frais fixes relatifs à une émission obligataire sont par conséquent élevés et **seules des entreprises ou des collectivités publiques présentant une taille critique suffisante peuvent recourir à ce type de financement.** Les frais fixes sont d'autant mieux amortis que la taille de l'émission est importante.

Pour une émission de 500 millions d'euros à quinze ans, ces frais s'élèvent à environ 1,3 million d'euros, dont 260 000 euros au titre des honoraires des agences de notation et 900 000 euros de commissions de placement acquittées aux banques. Pour une émission de 50 millions d'euros, les frais peuvent représenter jusqu'à 0,45 % du montant de l'émission alors qu'ils correspondent à 0,26 % pour une émission de 500 millions d'euros.

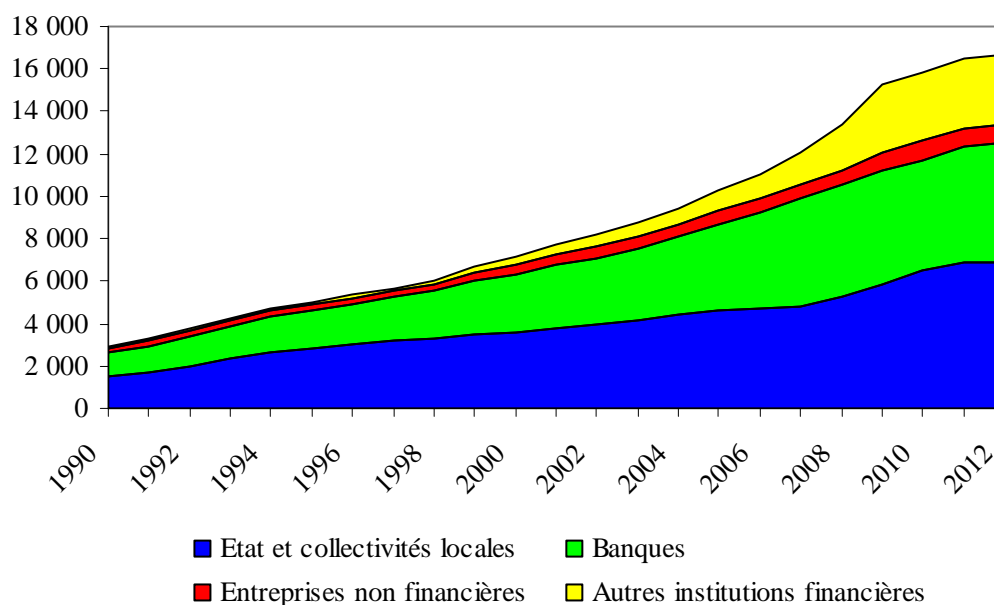
(3) Un marché obligataire en pleine expansion sur tous ses segments

**La tendance de long terme semble indiquer que l'économie et les États auront de plus en plus recours au financement obligataire.**

L'encours total des obligations en zone euro était d'environ 2 500 milliards d'euros en janvier 1990 et de près de 5 800 milliards en janvier 1998. Au début de l'année 2012, ce montant atteignait plus de 16 615 milliards d'euros, soit un montant six fois supérieur.

**L'encours obligataire total a donc crû de plus de 188 % entre 1998 et 2012. Par comparaison, l'encours des prêts bancaires, sur la même période, est passé d'environ 8 000 milliards d'euros à un peu plus de 18 500 milliards d'euros, soit une progression d'environ 130 %.**

**Graphique n° 7 : progression du marché obligataire en zone euro depuis 1990**



Source : Banque centrale européenne

Le marché obligataire est donc plus dynamique que le marché bancaire. Néanmoins, cette croissance globale cache des disparités, soit en termes de volume, soit en termes de progressions, selon les catégories d'émetteurs.

Ainsi, l'encours obligataire des États et des institutions financières constitue la majeure partie de l'encours global. Les États représentent plus du tiers de la somme totale et les institutions financières plus de la moitié.

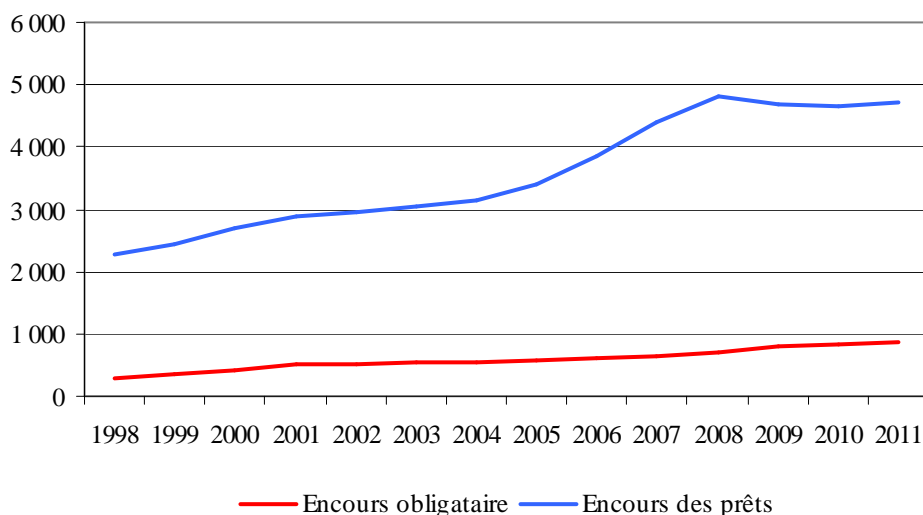
(4) Un changement de modèle vraisemblable pour le financement de l'économie

Historiquement, **l'économie de l'Europe continentale s'est largement reposée sur le financement bancaire pour assurer son développement** – c'était un des éléments du « modèle rhénan ». **L'introduction en bourse et le financement obligataire sont donc moins présents que dans l'économie anglo-saxonne.**

Encore aujourd'hui, l'encours des prêts bancaires aux **sociétés non financières** dans la zone euro s'élève à environ 4 720 milliards d'euros au dernier trimestre de l'année 2011, soit plus de cinq fois le volume de l'encours obligataire.

**Graphique n° 8 : progression de l'encours de prêts et de l'encours obligataire aux sociétés non financières dans la zone euro depuis 1998**

*(en milliards d'euros)*



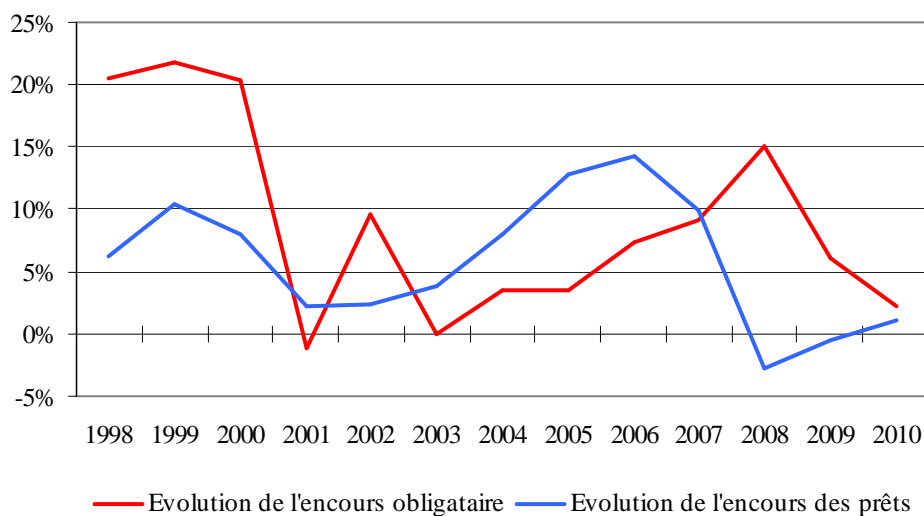
Source : Banque centrale européenne

**A titre de comparaison, l'encours obligataire pour ces mêmes sociétés atteint environ 868 milliards d'euros, soit seulement un peu plus de 15,5 % de leurs ressources de financement.**

Le financement obligataire des entreprises non financières monte néanmoins en puissance puisque **l'encours obligataire a presque triplé depuis 1998** (environ 294 milliards d'euros à l'époque), tandis que **l'encours des prêts a moins que doublé sur la même période**. En 1998, l'encours obligataire représentait alors un peu moins de 12 % du financement des entreprises non financières.

**Graphique n° 9 : évolution comparée de l'encours obligataire et de l'encours des prêts aux sociétés non financières dans la zone euro depuis 1998**

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

Dans la période récente, le marché obligataire a progressé à des taux bien supérieurs à ceux de l'encours des prêts. Malgré la tendance observée en 2011, les modifications réglementaires récentes devraient continuer de favoriser le marché obligataire.

(5) De nouvelles règles prudentielles défavorables au crédit bancaire

La croissance du marché obligataire pourrait en effet se poursuivre compte tenu des nouvelles réglementations relatives aux fonds propres bancaires (règles prudentielles) adoptées en réponse à la crise financière. Pour Bertrand Badré, directeur financier de la Société générale, « *ce n'est pas le moindre des paradoxes que la crise, née de la désintermédiation aux États-Unis, conduit à importer cette dernière en Europe* »<sup>1</sup>.

Les règles prudentielles définissent le niveau de capital - ou fonds propres - que doit détenir un établissement de crédit au regard des actifs qu'il possède et des risques qu'il prend.

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.



Sous l'impulsion du G 20, le Comité de Bâle, organe international chargé de définir ces règles, a publié, en décembre 2010, de nouvelles « *recommandations en matière de normes réglementaires internationales sur les fonds propres et la liquidité des établissements de crédit* », plus connues sous la dénomination de « **Bâle III** ».

Les exigences prudentielles sont renforcées : capital plus abondant et de meilleure qualité, d'une part, introduction de nouveaux ratios concernant la liquidité et l'effet de levier des établissements de crédit, d'autre part.

La Commission européenne a publié, le 20 juillet 2011, une proposition de règlement et une proposition de directive, actuellement en cours de discussion devant le Parlement européen et le Conseil, en vue de transposer « Bâle III » en droit européen et lui donner une force contraignante<sup>1</sup>.

Le Comité de Bâle avait prévu que les nouvelles règles prudentielles entreraient progressivement en vigueur pour être pleinement effectives au 1<sup>er</sup> janvier 2019. Or devant l'aggravation de la crise de la dette en zone euro et les interrogations sur la solidité des établissements européens, l'Autorité bancaire européenne a exigé, à l'automne 2011, que les banques européennes accélèrent leur recapitalisation en vue d'atteindre un *ratio* de fonds propres de 9 % à fin juin 2012. D'après les estimations de l'Autorité bancaire européenne, cela correspond à **un besoin cumulé en capitaux de près de 115 milliards d'euros**.

Or atteindre ce montant dans le délai imparti par le régulateur européen impose aux banques de revoir leur modèle d'affaires. Techniquement, il existe trois possibilités pour respecter le nouveau *ratio*.

La première repose sur des mesures directes en capital, telles que l'émission d'actions ou la mise en réserve de bénéfices.

La deuxième consiste à réduire la taille de son bilan – ou « *deleveraging* » – en vendant les actifs « consommateurs » de fonds propres : il peut s'agir d'une filiale ou d'un portefeuille de titres.

Enfin, la troisième tend à limiter ses expositions, tout particulièrement **en réduisant les prêts à l'économie**.

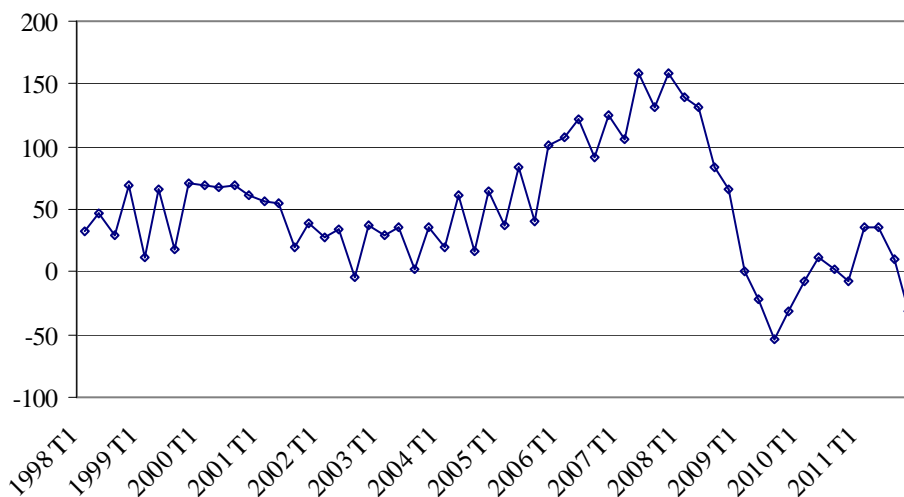
Les statistiques de la Banque centrale européenne montrent **une moindre progression de l'encours du crédit depuis le premier trimestre 2011 et même une réduction de près de 31 milliards d'euros lors du dernier trimestre**.

---

<sup>1</sup> Cf. rapport du Sénat n° 467 (2011-2012) sur la proposition de résolution européenne sur la réglementation bancaire, fait par Mme Nicole Bricq, au nom de la commission des finances, 6 mars 2012.

**Graphique n° 10 : évolution trimestrielle du flux de nouveaux crédits aux sociétés non financières en zone euro depuis 1998**

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

L'enquête trimestrielle d'avril 2012 de la Banque centrale européenne<sup>1</sup> sur la situation du crédit permet de constater que, **pour 83 % des banques**, les conditions de crédit n'ont pas évolué depuis fin 2011 - ce qui signifie également qu'elles ne se sont pas dégradées. Un pourcentage à peu près équivalent estime que cette situation n'évoluera pas dans les trois prochains mois. En revanche, 7 % des banques interrogées pensent qu'elles vont restreindre le crédit aux entreprises, tout particulièrement sur le segment des prêts de long terme.

Si le besoin en fonds propres influe sur la capacité des banques à distribuer des crédits, il semble très délicat, s'agissant du récent resserrement du crédit, de distinguer la part propre à ce facteur et celle résultant du contexte économique général. L'enquête de la Banque centrale européenne susmentionnée semble au **contraire attester que la position en capital des établissements de crédit constitue une préoccupation moindre en avril 2012 que fin 2011. Il apparaît également que l'émission de dettes obligataires contribue un peu plus fortement au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 à la moindre demande de crédits.**

(6) Un marché obligataire se substituant au crédit bancaire pour les grandes entreprises

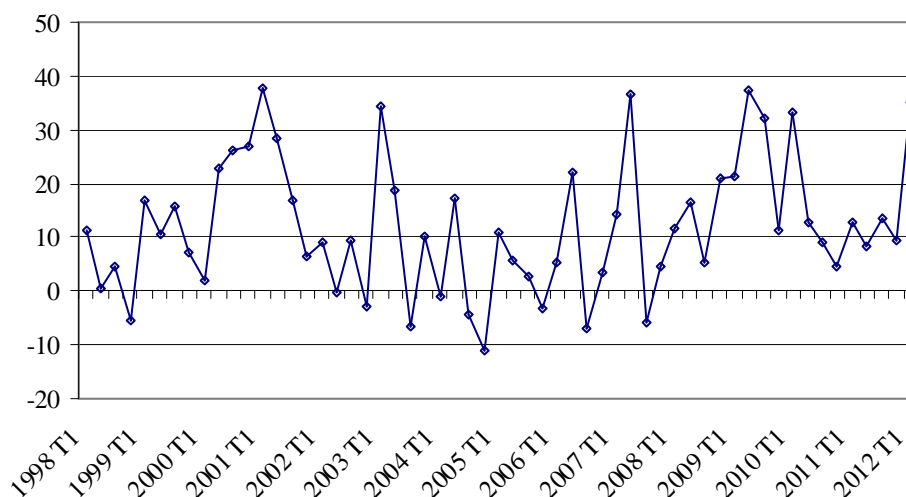
Les évolutions respectives de la dette bancaire et de la dette obligataire doivent également être analysées au regard de la taille de l'entreprise. Les besoins financiers des grandes entreprises sont en effet

<sup>1</sup> Banque centrale européenne, The euro area bank lending survey, 25 avril 2012.

suffisamment importants pour qu'elles puissent se tourner vers les marchés obligataires internationaux.

**Graphique n° 11 : évolution des émissions obligataires des sociétés non financières en zone euro depuis 1998**

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

Ce sont les grandes entreprises qui seront prioritairement pénalisées par le durcissement des conditions d'accès au crédit bancaire. Face aux nouvelles règles prudentielles, les établissements bancaires choisissent de réorienter leur modèle économique.

François Pérol, président du directoire de BPCE, explique ainsi<sup>1</sup> : « nous développons pour les grandes entreprises [...] des financements de marché, en les aidant à accéder aux marchés financiers ». **Afin de conserver une capacité de prêts aux particuliers et aux PME, les banques d'Europe continentale vont progressivement accompagner les grandes entreprises vers les marchés obligataires.**

#### *b) Un marché obligataire très internationalisé*

##### (1) Les raisons de l'internationalisation du marché obligataire

Pour prendre la mesure du pouvoir des agences de notation, il ne suffit pas d'analyser l'évolution du marché obligataire. Encore faut-il connaître son degré de mondialisation : **c'est la mondialisation des marchés de capitaux qui rend le passage par les agences de notation inéluctable.**

<sup>1</sup> Audition devant la commission des finances du Sénat le 15 février 2012.

**Pourquoi un assureur japonais souhaite-t-il acquérir des obligations émises par une entreprise française ?**

L'internationalisation du marché s'explique pour deux raisons principales : la **diversification** des portefeuilles financiers et la **recherche d'actifs de qualité**.

La théorie financière explique que la diversification d'un portefeuille est de nature à réduire le risque global encouru par l'investisseur. La sagesse populaire résume ce principe dans le proverbe « *ne pas mettre ses œufs dans le même panier* ».

La diversification combine différents facteurs : type d'actifs (actions, obligations) ; maturité (court terme/long terme) ; liquidité (actions cotées et non cotées par exemple) ; répartition géographique des actifs.

Ainsi, en cas de choc localisé sur un type d'actif ou sur une région, la perte globale de l'investisseur est limitée.

Par ailleurs, les investisseurs, en particulier ceux qualifiés « d'institutionnels », tels que les assureurs ou les fonds de pension, sont constamment à la recherche d'actifs de grande qualité au-delà même de leur seul marché domestique.

Ainsi, un assureur japonais sera intéressé par la souscription d'obligations émises par une grande entreprise française, s'il s'agit d'un actif très sûr qui contribue à la diversification de son portefeuille.

Marc Ladreit de Lacharrière, président de FIMALAC, premier actionnaire et président de Fitch, explique ainsi les enjeux : « *le marché de la notation va être très important dans les années à venir, les endettements des États, des collectivités locales et des entreprises ne faisant qu'augmenter. L'Europe – et notamment la zone euro – se trouve dans une situation d'une très grande difficulté puisque, structurellement, les politiques menées par chacun des gouvernants de chacun de ces pays, en dehors de quelques exceptions, depuis vingt ans, ont conduit ces pays à financer leur croissance en s'endettant d'une manière importante. La zone euro emprunte des sommes gigantesques. Où les emprunte-t-elle ? Elle les emprunte pour le moment aux États-Unis. Cela ne signifie pas que ce sont les Américains qui prêtent mais ce sont les gestionnaires de fonds, aux États-Unis, qui ont en dépôt des sommes qui viennent du Golfe persique et qui les gèrent* »<sup>1</sup>.

(2) La mesure de l'internationalisation des marchés obligataires

Les statistiques de la Banque des règlements internationaux (BRI) qualifient les émissions obligataires, soit de domestiques, soit d'internationales, en fonction de la nationalité de l'émetteur et de la monnaie d'émission au regard du lieu d'émission. Ainsi, l'émission obligataire d'une entreprise française, en euro, sur la place de Paris, sera-t-elle qualifiée de

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 9 mai 2012.

« domestique ». En revanche, la même émission libellée en dollars sera désignée sous le vocable « d'internationale »<sup>1</sup>.

Cette distinction présente des limites méthodologiques évidentes car c'est moins la nationalité de l'émetteur que celle de l'investisseur qui permet d'identifier le caractère international d'une émission. Par exemple, les statistiques de la Banque des règlements internationaux classent quasiment l'intégralité de la dette publique française en « domestique » alors qu'elle est détenue pour les deux tiers par des investisseurs non-résidents.

En réalité, il est très délicat d'identifier la détention par les non-résidents car il faut d'abord qualifier ce que sont les résidents. Or une entreprise française peut tout à fait réaliser une émission obligataire à partir du Luxembourg (émission internationale). Dans ce cas, les investisseurs français doivent-ils être qualifiés de résidents ou de non-résidents ? Paradoxalement, c'est bien l'enchevêtrement des marchés financiers mondiaux, tout particulièrement obligataires, qui rend difficile de quantifier, statistiquement parlant, cette internationalisation.

Si l'on s'en tient cependant à la méthode de la Banque des règlements internationaux, les émissions obligataires représentaient **un encours mondial de près de 98 700 milliards de dollars en septembre 2011**, dont environ 70 000 milliards de dollars d'encours domestique et un peu plus de 28 700 milliards de dollars d'encours international. Ainsi, **ce serait près d'un tiers de la dette obligataire mondiale qui serait émise en direction d'investisseurs non-résidents, tout en sachant qu'ils détiennent une part probablement non négligeable des émissions domestiques.**

Entre décembre 2010 et septembre 2011, **l'encours obligataire mondial a cru de près de 3 450 milliards de dollars.** À titre de comparaison, les capitaux levés par le **biais d'émissions d'actions n'excédaient pas 500 milliards de dollars.** **L'encours total des prêts bancaires transfrontaliers, y compris aux particuliers, était d'environ 23 300 milliards de dollars, en progression de l'ordre de 1 200 milliards sur la période.**

Au total, parmi les différentes modalités de financement de l'économie, **le marché obligataire apparaît de loin comme le plus internationalisé.** Il se caractérise aussi par une demande accrue de liquidité.

La répartition géographique des revenus des trois principales agences de notation confirme que le marché obligataire est internationalisé même s'il demeure encore centré sur les États-Unis et l'Europe. Il convient cependant de relever qu'une agence telle que Fitch réalise près d'un tiers de son chiffre d'affaires en dehors de ces deux zones.

---

<sup>1</sup> *Les émissions internationales comprennent les émissions effectuées par les résidents d'un pays donné en dehors de leur marché domestique (une entreprise française émettant depuis le Luxembourg) ; les émissions dans une monnaie autre que celle de leur marché domestique (une entreprise française émettant à Paris en dollars) ; les émissions d'un non-résident sur ce marché domestique (une entreprise américaine émettant à Paris en euros).*

**Tableau n° 12 : répartition géographique des revenus des trois principales agences de notation en 2010**

	<b>Standard and Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>
États-Unis	70,8 %	53,6 %	37,9 %
Europe	16,0 %	30,9 %	33,1 %
Reste du monde	13,2 %	15,5 %	29,0 %

*Source : étude d'impact annexée à la proposition de modification du règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation*

*c) Une délégation de l'évaluation du risque de crédit aux agences de notation sur les marchés obligataires*

(1) Un marché obligataire caractérisé par une forte asymétrie d'informations

Chaque modalité de financement présente ses propres risques.

Un investisseur en actions court le risque de perdre la totalité de ses capitaux si l'entreprise fait faillite. Il peut également réaliser une moins-value si le prix de revente de ses actions est inférieur à leur prix d'achat : c'est le **risque de marché**.

En contrepartie, sa rémunération est constituée par les dividendes et/ou par une éventuelle plus-value lors de la revente de ses actions.

L'analyse du risque sur ce type d'investissement est étroitement corrélée aux objectifs de l'investisseur, en particulier de son horizon temporel. Par exemple, un investisseur de court terme cherchera un profit rapide au travers d'une plus-value minimale mais certaine. En revanche, un investisseur de long terme espérera une plus-value plus incertaine, car déterminée par la performance de l'entreprise, mais aussi plus élevée. Il peut même accepter de perdre, dans un premier temps, une partie de ses capitaux s'il l'estime nécessaire dans l'intérêt de l'entreprise.

Les endettements bancaire et obligataire sont rémunérés par un taux d'intérêt et se caractérisent tous deux par un **risque de crédit, c'est-à-dire la possibilité que l'emprunteur ne rembourse pas tout ou partie du capital et des intérêts**.

**L'asymétrie d'informations** entre le prêteur et l'emprunteur est au cœur de l'analyse du risque du prêt bancaire ou de l'obligation. L'emprunteur dispose en effet de toutes les informations relatives à sa capacité à répondre de sa dette. L'enjeu, pour le prêteur, est de découvrir l'essentiel de ces informations. Dans le cas contraire, il pourrait être amené à détenir une créance sur une personne dont la solvabilité n'est pas garantie.

Dans le cas de la dette bancaire, l'intermédiation permet une connaissance fine de l'emprunteur par la banque. En revanche, la relation « désintermédiée » propre au marché obligataire rend plus difficile la réduction des asymétries d'informations. Le droit financier européen<sup>1</sup> impose par conséquent aux émetteurs d'obligations, lorsqu'ils font publiquement appel à l'épargne<sup>2</sup>, de **diffuser un « prospectus »**, qui a pour objet de **protéger les investisseurs** de sorte qu'ils puissent **évaluer les risques** et « *prendre leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause* » (considérant n° 19 de la directive « prospectus »).

L'article 5 de la directive « prospectus » énonce ainsi que « *le prospectus contient toutes les informations qui [...] sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre* ». Les informations publiées doivent être « *objectives et suffisantes* ».

Conformément au droit européen, **l'Autorité des marchés financiers (AMF), pour les émetteurs français, vise l'ensemble des prospectus et opère un contrôle formel sur leur contenu.** Pour la seule année 2011, le régulateur français a visé 204 « *prospectus* » proprement dit ainsi que 500 « *documents de référence* » qui, couplés aux « *documents relatifs à une opération* » (415 visés en 2011), peuvent également former un prospectus. Dès lors, compte tenu de la masse d'informations publiées, l'AMF n'est pas en mesure de vérifier chacune d'entre elles.

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), regroupant les régulateurs des principales bourses dans le monde, a publié en 1998 un guide de standards applicables à la rédaction des prospectus, qui n'a toutefois pas de valeur contraignante<sup>3</sup>.

(2) Le besoin d'évaluation du risque de crédit par un tiers indépendant

Dans ce contexte, **le prospectus**, aussi bien encadré et contrôlé qu'il puisse être, **n'est pas suffisant pour rassurer les investisseurs.** En effet, il est rédigé et publié sous la responsabilité de l'émetteur. **Le conflit d'intérêts apparaît évident et un soupçon de partialité entoure nécessairement ce document.**

---

<sup>1</sup> Directive du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, dite « directive Prospectus ».

<sup>2</sup> La publication d'un prospectus n'est pas obligatoire en cas de « placement privé » d'une émission obligataire, c'est-à-dire lorsque l'émetteur ne fait pas publiquement appel au marché mais s'adresse à un nombre limité d'investisseurs.

<sup>3</sup> « International Disclosure Standards for cross-border offering and initial listings by foreign issuers », OICV, septembre 1998.

D'ailleurs, sans même évoquer la fraude ou la malhonnêteté de l'émetteur, celui-ci ne peut publier les informations confidentielles, par exemple sur les projets ou les perspectives de sa société, alors même qu'elles peuvent avoir une incidence sur son profil de solvabilité.

Par ailleurs, **l'investisseur ne possède pas toujours les clés lui permettant d'analyser en détail les éléments du prospectus**. Par exemple, un assureur japonais souhaite souscrire une partie de l'émission obligataire d'une entreprise française. Le prospectus présente toutes ses données financières. Il est toutefois peu probable que l'assureur sera capable de comprendre les moindres subtilités de l'environnement économique, du secteur d'activité, de l'évolution de la fiscalité ou des normes, etc., d'une entreprise lointaine, qui sont pourtant autant d'informations essentielles pour évaluer le risque de crédit encouru.

Dans ce contexte d'internationalisation et de fortes asymétries d'informations, comment un assureur japonais peut-il s'assurer de la fiabilité d'un émetteur français ?

C'est à cette inquiétude que les agences de notation prétendent répondre. En tant que **tiers indépendant**, tant de l'émetteur que de l'investisseur, elles procèdent à une analyse approfondie du risque de crédit de l'émetteur – on parle ainsi « *d'évaluation externe du risque de crédit* » – et elles **expriment, sous forme d'une note, un jugement sur sa capacité à rembourser sa dette**.

Le directeur général délégué en charge des finances du groupe Safran, Ross McInnes, rappelle ainsi que « *la désintermédiation [...], c'est l'origine même des agences de notation. [...] Si l'on veut développer la désintermédiation, l'évaluation par un tiers est nécessaire* »<sup>1</sup>.

L'agence de notation dialogue avec l'émetteur et a accès à toutes les informations utiles, y compris confidentielles<sup>2</sup>, pour forger son jugement. À cet égard, le recours à une agence de notation présente également **un intérêt pour l'émetteur puisque la note synthétise des éléments qu'il ne veut pas et ne peut pas divulguer**. En outre, l'échange unique avec l'agence de notation se substitue à une multiplication d'entretiens particuliers avec chacun des investisseurs potentiellement intéressés par l'émission.

Pour les investisseurs, la notation permet une **comparabilité internationale, certes sans aucun doute réductrice, entre les possibilités d'investissement**.

**Le développement et l'internationalisation des marchés obligataires ont donc contribué à l'affirmation du rôle des agences de notation en tant qu'acteur essentiel au bon fonctionnement de ces marchés.**

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.

<sup>2</sup> En particulier le « *business plan* » à moyen terme de l'entreprise qui revêt un caractère stratégique, vis-à-vis en particulier de ses concurrents.



*d) Une notation quasi systématique pour les entreprises émettant sur les marchés obligataires*

(1) Un recensement particulièrement complexe des entreprises ainsi que des émissions notées

Le recensement du nombre d'entités notées en France s'avère particulièrement complexe et aléatoire. Des difficultés de définition de périmètre, de même que des ruptures dans les séries de données, conduisent à prendre avec grande précaution les chiffres publiés dans les rapports annuels de l'Autorité des marchés financiers sur les agences de notation. La fragilité de ces chiffres, qui n'est pas compensée par une meilleure compréhension du marché de la notation au niveau européen<sup>1</sup>, est préoccupante, dès lors que l'on souhaite mieux réguler le secteur de la notation.

Sous ces réserves méthodologiques, **le nombre d'entités notées en France s'établissait à 318 en 2010. Le secteur financier (secteur bancaire et assurances) représentait près des deux tiers (63 %) des entités notées.** Les séries longues montrent, sur les dix dernières années, une certaine stabilité quant au nombre d'entités notées.

**Tableau n° 13 : les entités notées à long terme en France<sup>2</sup>**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 <sup>3 (3)</sup>
Nombre total <sup>4</sup>	387	336	353	366	349	n.d.	349	318
<i>dont secteur bancaire</i>	53 %	49 %	47 %	46 %	47 %	n.d.	51 %	50 %
<i>industrie</i>	25 %	27 %	28 %	31 %	26 %	n.d.	26 %	28 %
<i>assurances</i>	9 %	9 %	9 %	8 %	11 %	n.d.	9 %	13 %
<i>secteur public</i>	13 %	15 %	16 %	15 %	17 %	n.d.	14 %	9 %

Source : rapports de l'Autorité des marchés financiers

<sup>1</sup> L'étude d'impact de la commission européenne sur sa proposition de modification du règlement européen de 2009 sur les agences de notation retient pour l'essentiel des chiffres provenant de la Securities and exchange commission (SEC) américaine.

<sup>2</sup> Cette catégorie regroupe tous les types de notation : notation d'un emprunt, notation relative à la solidité financière de l'émetteur (essentiellement pour les assurances et banques) notation de dépôt, notation de contrepartie... Si un émetteur a plusieurs notations d'une même agence, seule la notation la plus caractéristique a été retenue.

<sup>3</sup> Les chiffres pour 2010 ne sont pas exactement comparables à ceux des années antérieures, qui reposaient sur les données fournies par les agences de notation sur une base déclarative et qui étaient susceptibles de comprendre des notes non publiques, ce qui n'est plus le cas en 2010.

<sup>4</sup> Les succursales d'entités étrangères présentes en France et notées (soit quatorze émetteurs) sont exclues de cette statistique. A contrario, les filiales d'entités étrangères domiciliées en France ont été retenues. Par ailleurs, les émetteurs bénéficiant de plusieurs notations en raison de dettes ayant des rangs de créance différents ont été comptabilisés une seule fois.

Le chiffre de 318 entités notées est évidemment hors de proportion par rapport au nombre d'entreprises françaises. **Pour apprécier le pouvoir de marché des agences de notation dans le domaine obligataire, il conviendrait de prendre en considération la part des dettes cumulées qui sont effectivement notées.** Là encore, des données manquent sur la durée, l'Autorité des marchés financiers n'ayant publié dans son rapport annuel sur les agences de notation de statistiques sur le stock de dette notée et non notée que de manière épisodique.

En France, la proportion d'emprunts obligataires non notés serait ainsi très limitée. Sur les émissions 2009 et 2010, elle s'élevait à environ 8,5 % du total de la dette émise<sup>1</sup>. Cette proportion serait même tombée à 6 % en 2011.

**Tableau n° 14 : pourcentage de la dette non notée pour les émetteurs industriels français en 2009 et 2010**

(en milliards d'euros)

	2009	2010
Dette notée	80,48	51,26
Dette non notée	7,55	4,75
<b>Dette totale</b>	<b>88,03</b>	<b>56,01</b>
<b>% dette notée</b>	<b>8,58 %</b>	<b>8,48 %</b>

Source : Autorité des marchés financiers

(2) La notation, un processus de droit commun pour les grandes entreprises, hors exceptions

Sur les entreprises du CAC 40, seules trois entreprises ne font l'objet d'aucune notation. Les trente-sept entreprises notées le sont toutes par Standard and Poor's ; elles sont notées à 76 % par Moody's et à 62 % par Fitch. 24 % sont notés deux fois et 57 % trois fois<sup>2</sup>.

**Tableau n° 15 : la notation des entreprises française du CAC 40**

	Standard and Poor's	Moody's	Fitch	Double notation	Triple notation
Nombre d'entreprises notées	37	28	23	9	21
Pourcentage par rapport au total des entreprises notées	100 %	76 %	62 %	24 %	57 %

Source : calculs de la mission d'information sur la base des informations publiques à la date d'adoption du présent rapport

<sup>1</sup> Le numérateur et le dénominateur ne prennent pas en compte la dette de l'État.

<sup>2</sup> Fitch a une politique de notes « non sollicitées » qui peut faire augmenter le pourcentage. La pratique des notations non sollicitées est habituellement jugée sévèrement par les entreprises concernées. Elles peuvent choisir l'indifférence et ne pas dialoguer avec l'agence ou – le plus souvent si leur situation financière est délicate – préférer s'entretenir avec l'agence afin d'éviter des quiproquos ou erreurs qui pourraient conduire à une dégradation.

Parmi les entreprises non notées du CAC 40 figure Safran. L'entreprise « *n'a pas recours aux agences de notation pour une raison très pratique : nous émettons des obligations de long terme seulement tous les deux à trois ans* ». En revanche, « *un émetteur avec un volume très important et répété doit, lui, passer sous les fourches caudines des agences de notation* »<sup>1</sup>.

Chaque entreprise demeure donc libre de se faire noter mais, **en pratique, le recours au marché obligataire international de manière importante et régulière nécessite impérativement de recourir à une ou plusieurs agences de notation**. La rémunération de l'agence de notation constitue un des frais fixes de l'émission obligataire et est considérée par les entreprises comme un coût, parmi d'autres, de l'accès aux marchés. Il s'agit en quelque sorte d'un droit de passage ou d'un droit de péage.

Ross McInnes, directeur général délégué du groupe Safran, estime que « *la notation apporte de la souplesse. Tout est question de choix. Si nous décidons d'avoir la souplesse et le prix, nous devons rendre des comptes* »<sup>2</sup>. Ainsi, la notation vise à assurer les investisseurs sur le risque de crédit et donc à diminuer le coût d'acquisition de la ressource financière pour l'entreprise.

Au sein du SBF 120<sup>3</sup>, on **dénombre 69 entreprises notées, soit environ 58 % d'entre elles**. 15 entreprises sont notées uniquement par Standard and Poor's, soit près de 22 %, et 7 uniquement par Moody's (un peu plus de 10 %). Aucune n'est notée seulement par Fitch. En prenant en compte les notations double ou triple, la prépondérance des deux grandes agences apparaît d'autant plus forte puisque **Standard and Poor's représente plus de 88 % du marché, Moody's environ 70 % alors que Fitch ne dépasse pas 45 %**.

**Tableau n° 16 : la notation des entreprises française du SBF 120**

	<b>Standard and Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>	<b>Double notation</b>	<b>Triple notation</b>
Nombre d'entreprises notées	61	48	30	22	24
Pourcentage par rapport au total des entreprises notées	88 %	70 %	43 %	32 %	35 %

*Source : calculs de la mission d'information sur la base des informations publiques à la date d'adoption du présent rapport*

Pour quelques rares entreprises, le bilan coûts/avantages n'est pas suffisamment positif pour souhaiter recourir à la notation. Le marché du

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.

<sup>2</sup> *Idem.*

<sup>3</sup> *Société des bourses françaises 120. Indice regroupant les 120 plus importantes capitalisations boursières cotées à la Bourse de Paris.*

transport aérien a ainsi un mode de financement adossé à des actifs (les avions) qui permet à Air France d'éviter d'être noté (mais British Airways a choisi d'être noté).

D'autres entreprises considèrent que les interférences des agences de notation avec leur stratégie nuiraient à leur indépendance. Pour Havas, Hervé Philippe, directeur général délégué et *chief financial officer* du groupe, indique que, grâce à la notation, « **nous aurions pu économiser 50 points de base sur notre émission. Cette notation permettait aussi un choix plus large d'investisseurs. Mais compte tenu de la taille modeste de nos opérations, ce n'était pas un problème. Nous n'avons pas voulu entrer dans un engrenage. Nous préférons surpayer une émission que de subir ce contrôle dans la durée afin de ne pas limiter notre liberté de gestion financière. Par exemple, l'achat de notre siège social aurait pu perturber notre notation et, donc, notre accès au financement** ». Toutefois, il admet également que « *pour devenir un émetteur plus régulier et plus important, nous devons peut-être accepter d'être notés* »<sup>1</sup>.

## **2. La notation au cœur du phénomène persistant de la titrisation**

### *a) La titrisation, une technique de refinancement*

La titrisation est d'abord une **technique de refinancement, c'est-à-dire une opération par laquelle une banque peut financer les prêts qu'elle consent, dès lors que les dépôts de ses clients ne sont pas suffisants.**

Elle permet ainsi de **diminuer les créances inscrites au bilan d'une banque** – qui deviennent alors moins « consommatrices » de fonds propres au regard des exigences prudentielles – et de **transférer le risque de crédit.**

Par exemple, une banque veut accorder des prêts et cherche des ressources pour les refinancer. Elle pourrait procéder à une émission obligataire classique mais elle porterait toujours les prêts dans son bilan. Elle pourrait également céder à des investisseurs les prêts qu'elle a consentis mais cette opération serait longue et coûteuse car les prêts sont par nature illiquides.

**La titrisation va justement consister à transformer des créances illiquides - prêts immobiliers, prêts aux entreprises, prêts automobiles, prêts sur cartes de crédit, etc. - en titres liquides négociables sur les marchés.**

Pour cela, la banque va céder un stock de prêts à un véhicule de titrisation créé pour l'occasion – dit véhicule *ad hoc*, en anglais *special purpose vehicle* (SPV). Celui-ci finance son achat en émettant des obligations auprès des investisseurs qu'il remboursera par les flux financiers générés par

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.

les prêts. Les titres ainsi émis sont appelés « **titres adossés à des actifs** » - *assets backed securities* - ABS en anglais<sup>1</sup>.

Par ailleurs, les initiateurs de titrisations ont pris l'habitude de hiérarchiser, en trois tranches, les émissions du véhicule de titrisation. Si les flux financiers que dégagent les prêts viennent à diminuer, le véhicule de titrisation remboursera en priorité les souscripteurs de la tranche supérieure dite « senior », puis ceux de la tranche « mezzanine » et enfin ceux de la tranche « junior ».

Le « découpage en tranches » consiste donc à distinguer, pour le même ensemble de crédits titrisés, différentes qualités de crédit ; la tranche « junior » bénéficiant cependant de la rémunération la plus élevée.

*b) Le rôle prépondérant de la notation dans la titrisation*

**La technique de titrisation n'est pas, par elle-même, risquée. Le risque inhérent à ce type d'opérations dépend de la qualité des actifs titrisés.** En l'occurrence, aux États-Unis, le risque résultait de l'octroi de prêts *subprimes* à des personnes insolvables. La titrisation a permis la diffusion du risque, c'est-à-dire son éparpillement à travers plusieurs milliers d'investisseurs de par le monde. Une lecture hâtive pouvait laisser croire que le risque global avait été diminué. C'était vrai pour la banque qui avait sorti le risque de son bilan. En revanche, pour les investisseurs, le risque était divisé entre plusieurs porteurs mais pas intrinsèquement réduit.

Dans une opération de titrisation, **le rôle des agences de notation consiste à noter l'émission obligataire du véhicule de titrisation.** Elles doivent **analyser les crédits titrisés pour déterminer s'ils sont de nature à générer des flux financiers suffisamment élevés et réguliers pour rembourser l'investisseur.** Le risque de crédit ainsi évalué repose sur l'examen du portefeuille de prêts au travers de plusieurs critères : type de client, revenus, situation géographique, taux historique de défaut sur ce type de prêts, etc.

Le découpage en tranches évoqué plus haut a permis aux agences de notation **d'attribuer des notes différentes en fonction des tranches. Le véhicule de titrisation peut se prévaloir de la note maximale pour la tranche dite « senior » alors même que le portefeuille de crédits pris dans son ensemble ne saurait obtenir une telle note.**

Plus encore que pour des émissions obligataires classiques, l'intervention de l'agence de notation est prépondérante pour rassurer l'investisseur. En effet, celui-ci est à l'évidence incapable de mener sa propre analyse sur un ensemble de crédits titrisés. **Le jugement de l'agence de notation sera donc déterminant dans sa décision d'investissement.**

---

<sup>1</sup> Les titres adossés à des prêts hypothécaires sont qualifiés de MBS pour mortgage backed securities.

Or les opérations de titrisations sont devenues de plus en plus complexes. Toutes sortes d'actifs ont pu faire l'objet de titrisation, y compris même certaines obligations émises par des véhicules de titrisation (opérations de re-titrisation). *In fine*, il devient impossible de connaître le risque exact auquel s'expose l'investisseur. Seule la note peut alors constituer un critère objectif d'investissement.

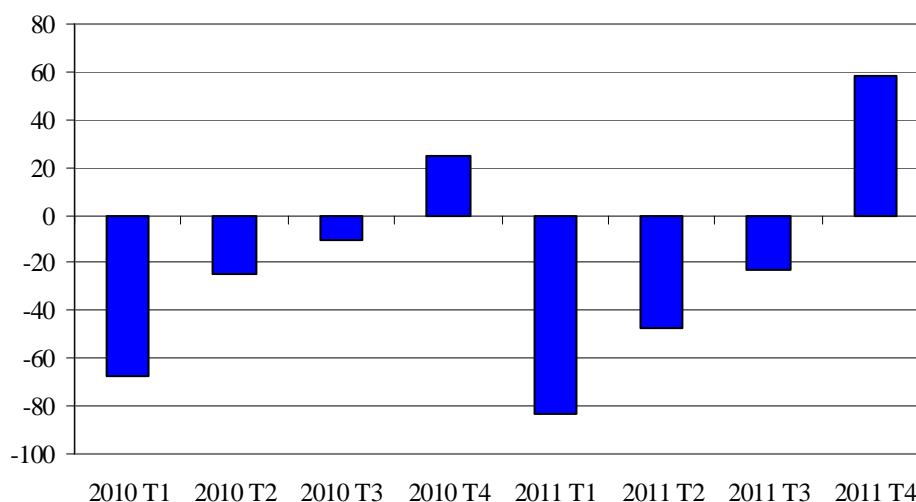
*c) Un marché de la titrisation toujours actif*

Le marché mondial de la titrisation a connu un pic historique en 2007 avec plus de 3 000 milliards d'euros de nouvelles émissions. En Europe, les émissions de titrisations se sont élevées à 646 milliards d'euros en 2008 et à 313 milliards d'euros en 2011. Les prêts hypothécaires titrisés représentent près de 70 % de ces encours.

La crise des *subprimes* a incontestablement marqué un frein au développement de ce marché, au moins pour la zone euro.

**Graphique n° 17 : évolution des émissions obligataires par les véhicules de titrisation en zone euro depuis 2010**

(en milliards d'euros)

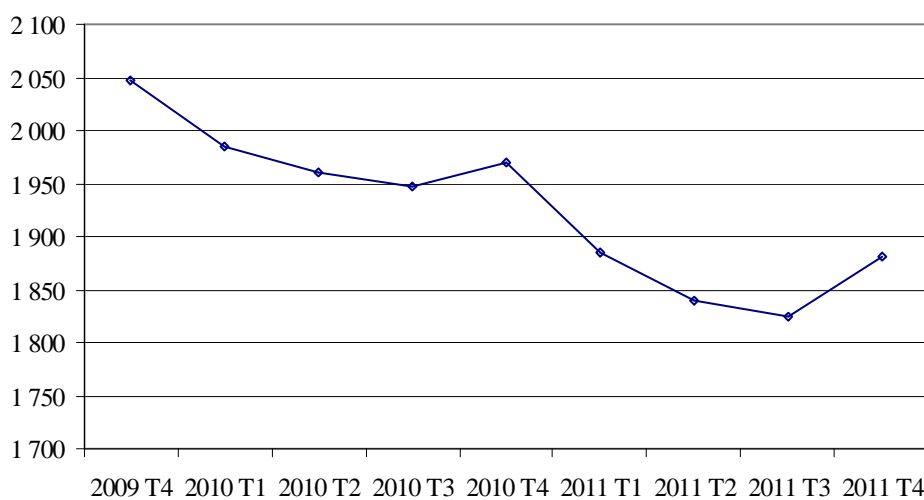


Source : Banque centrale européenne

Le dernier trimestre de l'année 2011 a marqué un infléchissement puisque l'encours a progressé de près de 59 milliards d'euros. Le marché n'est donc pas moribond. Ainsi, **l'encours obligataire émis par les véhicules de titrisation de la zone euro atteindrait un peu moins de 1 900 milliards d'euros à la fin 2011.**

**Graphique n° 18 : évolution de l'encours obligataire émis par les véhicules de titrisation en zone euro depuis 2009**

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

Les nouvelles règles prudentielles pourraient avoir des effets contradictoires sur la titrisation.

D'une part, elles vont obliger les banques à retenir dans leur bilan une partie des créances qu'elles titrisent. En effet, le modèle de titrisation permettait de diffuser intégralement le risque à l'extérieur de la banque. Celle-ci n'était donc pas incitée à consentir des prêts de bonne qualité puisqu'elle ne supportait pas le risque *in fine*.

Par ailleurs, en tant qu'investisseur, lorsqu'elles souscriront à une émission obligataire d'un organisme de titrisation, elles devront inscrire au passif un montant de fonds propres plus important qu'auparavant.

D'autre part, dès lors que tous les actifs présents au bilan d'un établissement de crédit sont « consommateurs » de fonds propres, la titrisation garde son intérêt car elle permet d'inscrire hors bilan les prêts consentis et par conséquent de réduire son besoin de fonds propres.

**En tout état de cause, le marché de la titrisation, même atone, repose toujours sur l'intervention d'un tiers indépendant susceptible d'assurer que le portefeuille titrisé est de bonne qualité. Or, en l'espèce, les agences de notation sont pour l'instant les seuls acteurs remplissant cette mission.**

### 3. Des besoins de financement étatique croissants, des marchés obligataires mondialisés, sous influence des notations

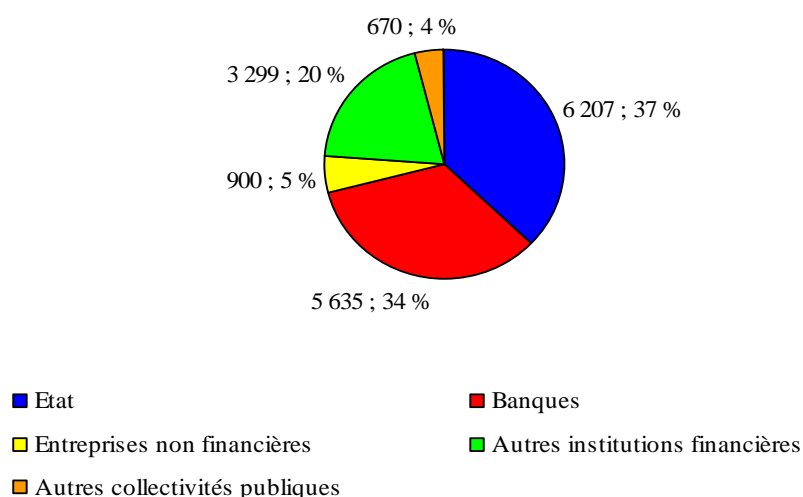
#### a) Une participation active des États au développement des marchés obligataires, sans autre recherche d'alternatives de financement

En tant qu'emprunteurs, les États ont activement participé au développement des marchés obligataires. Ainsi, on considère que les États ont émis 43 747 milliards de dollars<sup>1</sup> d'emprunts obligataires, soit 44 % des 98 700 milliards de dollars des encours émis dans le monde. Les États-Unis à eux seuls représentent plus de 11 600 milliards de dollars.

(1) Les États : 37 % du marché obligataire de la zone euro

Dans la zone euro, les États constituent le second acteur du marché obligataire après le secteur financier. Certes, contrairement à une idée reçue, la part des administrations publiques sur le marché obligataire a plutôt régressé en valeur relative sur une période de 20 ans : elle était de 52 % en 1989, et même de 56 % en 1998, avant d'entamer un rapide reflux jusqu'à un plus bas de 39 % en 2008. Depuis cette date, les obligations publiques représentent une part de nouveau croissante du marché obligataire de la zone euro. En 2012, sur un encours<sup>2</sup> d'obligations de 16 700 milliards d'euros, les administrations publiques (État, Sécurité sociale, collectivités territoriales) en représentent 41 %, soit 6 877 milliards d'euros. À elles seules, les obligations d'État constituent un encours de 6 207 milliards d'euros, soit 37 % du marché.

Graphique n° 19 : répartition des encours sur les marchés obligataires de la zone euro en 2012



Source : Banque centrale européenne

<sup>1</sup> Source : Banque des règlements internationaux ; juin 2011.

<sup>2</sup> Source : Banque centrale européenne. Toutes monnaies confondues. Dernier chiffre connu : mars 2012.



(2) Un financement exclusif des États sur les marchés, pour des montants élevés

Les États ont, pour leur financement, un recours exclusif aux marchés financiers, et ce pour des montants durablement élevés.

Premièrement, **le marché obligataire est devenu depuis trente ans la modalité quasi exclusive du financement des États**. Le financement de la dette par les marchés est un phénomène qui concerne l'ensemble des pays, et pas seulement la France. Il s'inscrit dans un phénomène plus large de développement à l'échelle mondiale des marchés de capitaux. Les pays émergents ont désormais un mode de financement comparable, même s'il a été plus tardif et qu'il a pu être freiné dans le cas du Brésil, par exemple<sup>1</sup>, par des épisodes d'hyperinflation.

Pour la France, **la stratégie constante de l'État dès 1985, avant même la création de l'Agence France Trésor en 2001, a été de bénéficier de la profondeur et de la liquidité des marchés de capitaux internationaux en répondant au mieux aux attentes des investisseurs**.

Pour satisfaire les marchés, les produits émis par la France sont regroupés en trois grandes familles<sup>2</sup> de produits, par souci de lisibilité. Ils sont les plus liquides possible, pour être échangés sur les marchés secondaires, suffisamment diversifiés pour rencontrer la demande la plus large (répartition entre obligations indexées sur l'inflation et à taux fixe ; maturités longues ; émissions en devises etc.), avec un programme d'émission annoncé à l'avance, de manière transparente.

La dette perpétuelle<sup>3</sup>, modèle de financement ancien de l'État, puisqu'elle représentait il y a 100 ans près de 70 % de la dette publique, est, depuis les années 1980, presque amortie et les autres engagements souscrits par l'État pour se financer (emprunts d'État, avances de la Banque de France, etc.) - 60 % de la dette en 1978 ; 20 % de la dette en 1988 ; 10 % en 1994 - n'occupent plus aujourd'hui qu'une place résiduelle. Dans un cadre où « *l'objectif est de minimiser sur la durée la charge de la dette pour le contribuable* »<sup>4</sup>, la dette de l'État est négociable en quasi-totalité sur les marchés.

---

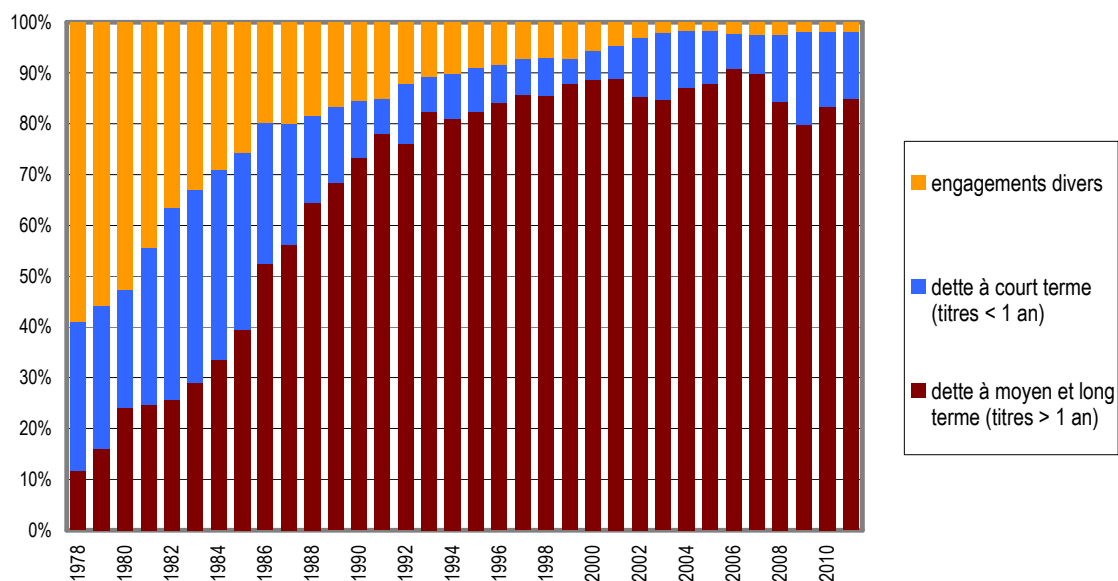
<sup>1</sup> Cf. étude du réseau de la direction générale du Trésor en annexe.

<sup>2</sup> Bons à taux fixe (BTF) pour des échéances de moins d'un an ; bons du Trésor à intérêts annuels (BTAN) pour des durées de 2 à 5 ans ; obligations assimilables du Trésor (OAT) pour des durées supérieures à cinq ans, jusqu'à 50 ans.

<sup>3</sup> Une obligation dont le capital nominal n'est pas remboursé, en contrepartie d'une rémunération élevée et de longue durée.

<sup>4</sup> Présentation du programme « Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État » annexé au projet de loi de finances initiale pour 2012.

**Graphique n° 20 : évolution de la structure de la dette consolidée de l'État depuis 1978**



Source : INSEE, Agence France Trésor pour 2011

Deuxièmement, les États ont recouru à la profondeur du marché obligataire pour couvrir des besoins de financement atteignant des montants considérables.

Le propos de ce rapport n'est pas de rappeler la montée des déficits publics et corrélativement de la dette, mais de souligner que, chaque année, l'État français doit, pour refinancer sa dette parvenue à échéance, et financer le déficit de l'exercice, émettre des obligations à moyen et long terme sur les marchés.

Sur ces marchés, tous les États de la zone euro sont dans une situation de concurrence dès lors qu'ils émettent dans la même monnaie. Or, **en 2012, l'État français devra convaincre les marchés financiers d'acquiescer pour 178 milliards d'euros d'obligations françaises**, tandis que l'Allemagne devrait émettre 184 milliards d'euros et l'Italie 218 milliards d'euros. Ces besoins se situent à des niveaux élevés depuis de nombreuses années, la France ayant progressivement, à compter de 2008, augmenté son programme d'émission pour atteindre un niveau proche de celui de l'Allemagne, avec des ordres de grandeur désormais peu éloignés de l'Italie<sup>1</sup>. Les besoins d'emprunt de ces seuls trois pays représentaient 69 % des programmes d'émission de la zone euro en 2011.

<sup>1</sup> Le compte général de l'État donnait une dette négociable pour la France de 1 200 Md€, une dette négociable pour l'Allemagne de 1 053 Md€ et pour l'Italie de 1 620 Md€, soit respectivement 18 643 € par habitant, 12 719 € par habitant et 27 465 € par habitant.

**Tableau n° 21 : montant des émissions obligataires  
des trois premiers émetteurs de la zone euro : France, Allemagne, Italie (2003-2012)**

	<b>France</b>	<b>Allemagne</b>	<b>Italie</b>
2003	114 Md€	154 Md€	215 Md€
2004	122 Md€	154 Md€	196 Md€
2005	111 Md€	146 Md€	186 Md€
2006	104 Md€	162 Md€	178 Md€
2007	97 Md€	138 Md€	182 Md€
2008	128 Md€	141 Md€	210 Md€
2009	165 Md€	158 Md€	260 Md€
2010	188 Md€	207 Md€	264 Md€
2011	184 Md€	190 Md€	225 Md€
2012	178 Md€	184 Md€	218 Md€

Source : Agence France Trésor

Quelle que soit la trajectoire financière des pays de la zone euro à moyen terme, **les émissions de ces États sur le marché obligataire resteront élevées pour refinancer chaque année la dette parvenue à échéance.** Pour la France, le compte général de l'État pour 2010<sup>1</sup> faisait valoir, au 31 décembre 2010, un montant exigible au titre du remboursement de la dette négociable de un à cinq ans de 405,3 milliards d'euros et un montant de 532,4 milliards d'euros au titre de la dette négociable remboursable à plus de cinq ans, avant même toute prise en compte des soldes déficitaires ultérieurs de l'État.

### (3) Des financements alternatifs peu recherchés

Dès lors que le financement par leur banque centrale leur est fermé par les traités de l'Union<sup>2</sup>, les États européens ont, il est vrai, peu de ressources alternatives au marché obligataire pour leur financement.

L'Agence France Trésor ne produit ainsi pas d'analyse permettant de mesurer sur longue période l'intérêt des financements obligataires par rapport à d'autres sources de financement. Elle se limite à souligner la baisse constante des taux d'intérêt applicables aux emprunts obligataires : le taux à dix ans de l'obligation assimilable du Trésor est en effet passé de plus de 9 %

<sup>1</sup> La publication du compte général de l'État pour 2011 devrait intervenir courant juin 2012.

<sup>2</sup> Article 128 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne : « il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées "banques centrales nationales", d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite. »

en 1991 à moins de 5 % depuis 2003, avec des taux actuels en-deçà des 2,5 %. Ceci étant, ce mouvement a été général sur les marchés bancaires et obligataires, et non spécifique à la France. Il ne permet pas de comparer l'écart - sans doute réel - de taux d'intérêt entre, par exemple, un financement bancaire, s'il était possible, et un financement obligataire.

La voie du financement bancaire apparaissant aujourd'hui improbable, reste, le cas échéant, la possibilité de recourir directement aux épargnants nationaux, par le biais « d'emprunts d'État ».

**En France, le recours direct à l'épargne des Français, pour les émissions de l'Agence France Trésor, est aujourd'hui inusité.**

Si l'Agence France Trésor a mis en œuvre en 2005 un **système de distribution permettant aux épargnants d'acquérir, via les principaux réseaux bancaires français, mais seulement sur le marché secondaire**, des titres de dette française de long terme (les obligations assimilables du Trésor), la demande des particuliers s'est fortement affaiblie au cours des dernières années. Cette baisse est contemporaine d'un mouvement, favorable au budget de l'État, de diminution des taux d'intérêt. Le volume de transactions réalisées sur la plateforme de cotation dévolue aux obligations assimilables du Trésor pour les particuliers sur Euronext est ainsi passé de **2,8 milliards d'euros en 2006** (les taux à cinq ans oscillaient alors entre 3 % et 4 % ; l'État venait de refonder le système de distribution des obligations assimilables du Trésor aux particuliers) à **270 millions d'euros en 2010** (taux à cinq ans oscillant entre 1,5 % et 2,5 %).

**Dans le passé, la France a émis des emprunts contractés directement auprès des particuliers.** Les précédents montrent cependant que les montants empruntés ont été sans commune mesure avec les besoins actuels de financement de l'État (au maximum 22,9 milliards d'euros pour l'emprunt Balladur en 1993), avec des coûts parfois très élevés en raison des modes d'indexation retenus (cas notamment de l'emprunt de 1973 indexé sur l'or), ou des avantages fiscaux accordés.

**Tableau n° 22 : rappel des principaux emprunts d'État de 1952 jusqu'à aujourd'hui**

*(montants en milliards d'euros en 2011)*

<b>Année</b>	<b>Montant</b>	<b>Taux</b>	<b>Durée</b>
1952 Pinay	9,1	3,5 %	60 ans
1956 Ramadier	6,2	5 %	15
1958 Pinay	5,6	3,5 %	60 ans
1965, 1966, 1967 Debré	4,8	5,5 % (1965) 6 % (1966 et 1967)	15 ans (1965) 16 ans (1966 et 1967)
1973 Giscard d'Estaing	5,6 (86,4 % placés en direct auprès du public)	7 %	15 ans
1977 Barre	4,5 (72 % placés en direct auprès du public)	8,8 %	15 ans
1981 Delors	5,4	16,75 %	6 ans
1983 Mauroy	3,9	11 %	3 ans
1983-1985 Delors	8,9	10 % à 12 %	6 ans
1993 Balladur	22,9	6 %	4 ans

*Source : Agence France Trésor ; l'emprunt de l'État (J.-L. Ducros, L'Harmattan - 2008) commission des finances et mission commune d'information du Sénat*

**À l'heure actuelle, les conditions ne sont pas totalement réunies pour de nouvelles émissions auprès des particuliers, sur la stricte base de paramètres financiers.** La France n'est pas en effet dans la même situation que la Belgique ou l'Italie, qui ont émis de tels emprunts d'État, la forte hausse des taux ayant été susceptible d'attirer une demande directe importante des particuliers, ceux-ci ayant de surcroît bénéficié d'une fiscalité avantageuse.

Ainsi, contrairement à la Belgique ou à l'Italie, la France s'est financée en 2011 et au premier semestre 2012 à des taux historiquement bas. Ainsi, en 2011, le taux des obligations à cinq ans de l'État a, au maximum, atteint 3 %, et se situe actuellement autour de 1,3 %. Par ailleurs, l'octroi d'exonérations fiscales à l'occasion d'une émission obligataire de l'État, à supposer qu'une nouvelle « niche fiscale » soit souhaitable, est proscrit par l'article 26 de la loi organique n° 2001-692 du 1<sup>er</sup> août 2001 relative aux lois de finances.

Pour déterminer son attractivité, les conditions financières d'un emprunt d'État doivent être comparées avec celles dont peuvent disposer les particuliers dans des placements liquides et sûrs. En l'espèce, les particuliers peuvent bénéficier de taux comparables, voire supérieurs, en bénéficiant d'une fiscalité favorable.

C'est, par exemple, le cas du livret A, qui permet actuellement à un particulier de bénéficier d'un taux de 2,25 % net d'impôts. Les taux actuels des emprunts d'État ne permettraient pas de générer une demande significative chez les particuliers pour se porter acquéreurs d'une opération similaire à celle menée en Belgique ou en Italie.

Sur des maturités plus longues (autour de huit ans), les taux pourraient être un peu plus élevés, ce qui reste aujourd'hui désavantageux pour un particulier par rapport à un livret A net d'impôts. Les taux des obligations d'État restent peu attractifs comparés à ceux obtenus, avec fiscalité avantageuse, par l'assurance-vie (généralement supérieurs à 3 % nets d'impôts).

Cette analyse n'invalide pas cependant l'intérêt d'une telle démarche, si l'évolution des taux renforçait l'attractivité des emprunts d'État pour les particuliers, ou si un besoin de soutien politique à la dette française se faisait sentir.

Les montants concernés resteraient cependant limités, et sans commune mesure avec les besoins de financement récurrents de l'État : si le total des placements financiers des ménages français (y.c. les dépôts) représentait de l'ordre de 3 600 milliards d'euros fin 2011<sup>1</sup>, les flux de leurs placements financiers sur les quatre trimestres de l'année 2011 ont représenté 72,8 milliards d'euros, soit des montants en-deçà des besoins financiers annuels de l'État.

---

<sup>1</sup> Source : *comptes nationaux*.

Une attention toute particulière devrait être portée de surcroît au risque d'éviction, consistant à distraire l'épargne des ménages français du financement de l'économie, de l'assurance vie ou de missions d'intérêt général (*via* le livret A et le livret de développement durable).

*b) Pour la France, un tiers d'investisseurs hors zone euro, rendant la notation souveraine – sollicitée ou non – incontournable*

Comme pour les entreprises, c'est le caractère mondialisé du marché obligataire qui constitue un facteur puissant d'appel, pour les obligations d'État, aux seules agences de notation ayant une surface internationale.

(1) Une part des investisseurs hors zone euro représentant un tiers des encours

**Le Sénat n'a pas été en mesure d'identifier les détenteurs de la dette négociable française en fonction de leur activité et de leur nationalité.** Les textes actuellement en vigueur n'autorisent les conservateurs d'instruments financiers (EUROCLEAR France pour les titres d'État français) à communiquer aux émetteurs la liste de leurs détenteurs finaux qu'aux seuls émetteurs d'actions, de bons de souscription d'actions ou d'instruments de taux permettant d'obtenir des actions.

Pour autant, **la répartition entre investisseurs résidents et investisseurs non-résidents est connue.** Elle provient des statistiques de la Banque de France. En huit ans, le taux de détention d'obligations d'État par des non-résidents a progressé de 17 points, passant de 48 % fin 2003 à **65,4 % fin 2011, avec un indéniable fléchissement au cours des trois dernières années.** Il est sans doute trop tôt pour analyser ce fléchissement comme un mouvement de renationalisation de l'épargne mondiale.

Le taux de détention par les non-résidents est différencié selon la maturité des obligations. La part des non-résidents est écrasante pour les emprunts de court terme et la dette de moyen terme (respectivement 80 % et 88,1 % de taux de détention par des non-résidents). Elle est moindre pour les obligations de long terme (56,7 %).

**Tableau n° 23 : taux de détention des obligations de l'État par des non-résidents**

	Bons à taux fixe (court terme)	Bons du Trésor à intérêts annuels (2-5 ans)	Obligations assimilables du Trésor (> 5 ans)	Total
<b>31/12/2011</b>	<b>80,0 %</b>	<b>88,1 %</b>	<b>56,7 %</b>	<b>65,4 %</b>
31/12/2010	83,6 %	88,2 %	58,8 %	67,7 %
31/12/2009	75,3 %	87,7 %	60,9 %	68,4 %
31/12/2008	68,2 %	85,8 %	58,6 %	65,1 %
31/12/2007	63,4 %	75,7 %	56,5 %	61,3 %
31/12/2006	68,7 %	71,1 %	54,2 %	59,0 %
31/12/2005	71,5 %	72,7 %	49,7 %	56,5 %
31/12/2004	64,4 %	71,8 %	45,1 %	52,7 %
31/12/2003	56,7 %	69,9 %	39,7 %	48,0 %

Source : direction de la balance des paiements de la Banque de France

La répartition des non-résidents entre ceux appartenant à la zone euro et ceux n'appartenant pas à la zone euro n'est pas anodine. En effet, on suppose que **l'éloignement des investisseurs par rapport à la zone euro constitue un facteur d'asymétrie d'informations supplémentaire pour apprécier le risque de la dette souveraine française, ce qui peut les conduire à avoir davantage recours aux agences de notation qu'un investisseur de « proximité ».**

Le sondage « *Coordinated Portfolio Investment Survey* » mené par le fonds monétaire international (FMI) donne un ordre de grandeur sur la part des résidents hors zone euro dans les investissements de portefeuille dans les titres de dette (dette publique et dette bancaire étant mêlées). Selon ce sondage, il apparaît que 50,8 % des titres de dettes détenus par les non-résidents le sont par des non-résidents situés hors zone euro. Si l'on fait l'hypothèse que la structure de la détention de l'ensemble de la dette extérieure de la France est identique à la structure de la détention de la dette de l'État, **il est possible d'estimer la proportion de la dette de l'État qui est détenue par des non-résidents situés hors zone euro à environ un tiers (65,4 % multipliés par 50,8 %).**

(2) Des investisseurs internationaux sensibles à la notation des États, malgré l'action de communication de l'Agence France Trésor

Selon l'Agence France Trésor, les achats nets de dette de moyen et long terme effectués par des non-résidents ont été très majoritairement réalisés par des banques centrales, le reste étant essentiellement réalisé par des gestionnaires d'actifs. Pour l'analyse du risque *stricto sensu*, hors aspects



règlementaires pouvant s'avérer décisifs (*cf. infra*, développements du B.), les banques centrales n'ont aucun besoin des notations des agences. Tel n'est sans doute pas le cas des gestionnaires d'actifs.

Pour autant, plus que tout autre émetteur, **l'État est en mesure d'aller à la rencontre des investisseurs potentiels, de remettre en perspective, par une approche directe, les analyses des agences, et d'avoir ainsi une communication appropriée sur ses obligations et leur niveau de risque.**

Ainsi l'Agence France Trésor rencontre-t-elle régulièrement les investisseurs français et étrangers pour leur présenter sa politique d'émission et avoir un échange avec eux sur la politique économique et budgétaire de la France. L'agence considère qu'en 2011, à l'occasion de dix-neuf « rencontres itinérantes » dans trente-trois pays, **les quatre-vingt-dix-sept investisseurs étrangers qu'elle a rencontrés constituent les principaux investisseurs dans la dette française** (banque centrales de pays disposant d'importantes réserves de change, fonds souverains étrangers, gestionnaires de fonds, entreprises d'assurances, fonds de pension, établissement de crédit). En plus de ces rencontres, les panels ou conférences sur les marchés de taux, les contacts dans les locaux de l'Agence France Trésor lui ont permis de rencontrer **deux cents investisseurs supplémentaires.**

Ces contacts ne remplacent pas les analyses des agences de notation, comme le reconnaît l'Agence France Trésor : « *premièrement les notations des agences sont un des éléments utilisés par les investisseurs pour juger du niveau relatif des taux des obligations d'État (taux attractifs ou non par rapport à d'autres investissements), deuxièmement les notations des agences sont en général intégrées comme un des éléments de la politique de gestion du risque des investisseurs, c'est-à-dire fixant des contraintes sur les types et les volumes d'actifs dans lesquels ils investissent, troisièmement les investisseurs sont aussi intéressés par les commentaires faits par les agences sur la situation des émetteurs* ».

- (3) Une notation de la France « non sollicitée », indispensable malgré sa faible valeur ajoutée

La France fait l'objet d'une notation « non sollicitée », régie par l'article 10 du règlement européen de 2009, de la part de Standard and Poor's, Moody's et Fitch.

Ceci est également le cas pour d'autres grands émetteurs souverains : Belgique, Allemagne, États-Unis, Italie, Pays-Bas, Suisse, Royaume-Uni. **Standard and Poor's a fait valoir au Sénat que l'agence avait proposé à l'Agence France Trésor de passer en mode « sollicité » et de contractualiser sa relation avec l'État. Cette proposition a été refusée en concertation avec d'autres grands États européens<sup>1</sup>.**

---

<sup>1</sup> *Moody's n'a pas répondu au Sénat sur ce point.*

Il n'existe donc aucune convention liant l'État ou l'Agence France Trésor à une agence de notation. L'Agence France Trésor a indiqué au Sénat qu'elle n'a pas davantage recours aux agences de notation pour des prestations de conseil ou de formation.

**Mais si la notation de la France n'est pas sollicitée, elle se fait avec la participation directe des services de l'État.** Ce choix, fait par la France et d'autres États, n'est pas celui de l'Allemagne qui refuse officiellement tout contact avec les agences.

Il existe aujourd'hui un malentendu fréquent dans l'opinion sur le statut de cette note « non sollicitée ». Du côté des grandes agences de notation, la notation souveraine est nécessaire. Elle permet ensuite de noter les collectivités territoriales, les établissements publics et le système bancaire dont une partie de la crédibilité financière dépend du soutien étatique, même si elle ne leur procure aucun revenu de la part de l'État (il peut exister certains revenus du côté des investisseurs). L'agence est fatalement conduite à publier la note souveraine, qui constitue le « sous-jacent » des autres notations. Du côté de l'État, il est difficile d'interdire une notation externe. Reste à s'interroger sur sa valeur ajoutée et son effet de perturbation éventuelle sur le système démocratique d'une nation.

**Les relations entre la France et les agences de notation : une note non sollicitée, mais une participation à la notation, sans association du Parlement**

Les agences de notation (Standard and Poor's, Moody's, Fitch, DBRS) sont actuellement libres de déterminer la fréquence de notation de l'émetteur souverain. Celle-ci intervient en règle générale selon une fréquence annuelle.

Le processus de notation fait intervenir une équipe d'analystes de l'agence de notation (trois ou quatre personnes en règle générale), chargée d'apprécier la situation de solvabilité de l'émetteur. Cette équipe exploite toutes les données publiques disponibles, notamment celles publiées à l'occasion du vote de la loi de finances, et complète son approche par un entretien annuel, de nature technique, avec les administrations économiques.

S'il n'existe pas de format préétabli pour la rencontre entre les agences et les services, celle-ci constitue une opportunité pour les agences de notation de discuter de la stratégie budgétaire et de réformes mises en œuvre par le Gouvernement et du programme d'émission de dette de l'État ; c'est également l'occasion d'un échange sur la conjoncture économique française. L'approche des agences de notation est en règle générale « holistique », celles-ci ne se limitant pas au périmètre de l'État *stricto sensu*, mais s'étendant à l'ensemble du secteur public (administrations publiques locales, administrations de la sécurité sociale), et aux engagements contingents de l'État.

Participent en règle générale à cet échange divers services du ministère chargé de l'économie (direction générale du Trésor) et du ministère chargé du budget et des comptes publics (direction du budget). D'autres administrations peuvent en tant que de besoin être également impliquées : services du ministère en charge de la Sécurité Sociale (direction de la Sécurité Sociale). La Cour des comptes a confirmé au Sénat<sup>1</sup> qu'elle rencontrait aussi, épisodiquement, les agences de notation. Les ministres sont régulièrement tenus informés de l'évolution du dialogue et de l'opinion émise par les agences de notation à l'encontre de la France.

A la suite de la rencontre avec les services de l'État, l'équipe d'analystes de l'agence de notation présente un projet de décision à son comité de crédit, instance collégiale, chargée de prendre une décision sur la notation de l'émetteur. En amont de la réunion de ce comité, des échanges peuvent à nouveau intervenir avec l'équipe d'analystes pour vérifier l'exactitude matérielle de certaines données économiques. A l'issue du comité de crédit, l'agence de notation prépare un communiqué synthétisant la décision prise. Le projet de communiqué est adressé à l'Agence France Trésor, aux fins d'ultimes vérifications de l'exactitude de données matérielles, avant d'être publié par l'agence (12 heures après). Postérieurement à la publication de la décision, l'agence de notation publie également un rapport annuel sur l'émetteur qui détaille les fondements de la décision de l'agence.

En dehors de l'entretien périodique, il peut arriver, sans que cela relève d'une règle, que les agences de notation cherchent à compléter leurs informations à l'occasion d'une conférence téléphonique, par exemple à l'occasion du vote d'un projet de loi de finances rectificative ou du vote d'une réforme jugée importante comme la réforme des retraites.

**La procédure s'apparente ainsi largement à celle suivie dans le cadre de « l'article IV des règles du FMI », lorsque les experts de l'institution internationale rendent leur diagnostic annuel sur les perspectives de notre pays. La seule différence réside dans le fait que le FMI rend visite aux commissions des finances des deux assemblées, ce qui n'est pas le cas des agences de notation. Il est paradoxal que les agences prétendent analyser le risque politique des États sans chercher à confronter leur analyse avec celle des instances financières du Parlement...**

Source : Agence France Trésor/Sénat

L'Agence France Trésor a souligné auprès du Sénat « *la faible valeur ajoutée des commentaires de Standard and Poor's* » pour justifier la dégradation du AAA de la France<sup>2</sup>. Appelée à préciser son appréciation, l'Agence indique qu'elle « *provient directement de commentaires qui ont notamment été faits par des investisseurs à l'occasion d'échanges avec l'Agence suite à la dégradation de la France par Standard and Poor's* ». Le seul critère dont le score a été diminué par Standard and Poor's, et qui a conduit à la dégradation de la notation de la France, est le critère dit politique, dont l'agence de notation a jugé le niveau détérioré à partir de considérations sur la gouvernance dans la zone euro. Pour l'Agence France Trésor, « *il s'agit d'une analyse subjective de la part de Standard and Poor's sur un critère non quantifiable et qui laisse donc une place importante à l'interprétation. L'information apportée par ce commentaire de Standard and Poor's, la*

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 22 mai 2012.

<sup>2</sup> Première réponse au questionnaire de la mission commune d'information.

*seule justifiant la dégradation de la notation de la France, était donc objectivement de peu de valeur pour les investisseurs ».*

La méthodologie de notation des dettes souveraines est en effet complètement différente de celle utilisée pour noter les entreprises, même si la grille des notes est identique pour que les investisseurs puissent arbitrer entre les différents niveaux de risque, quelle que soit la nature des actifs.

Pour un État comme la France, comme pour la plupart des autres États, il n'y a pas de raison *a priori* d'envisager un défaut à partir des seuls paramètres techniques. Dans ses analyses de la soutenabilité des finances publiques, la Cour des comptes n'envisage pas le défaut de l'État<sup>1</sup>, dès lors que celui dispose de marges de manœuvre en dépenses et est doté du **pouvoir de lever l'impôt**.

Ceci ne signifie pas qu'un État ne fasse jamais défaut. Les exemples de l'Argentine, ou aujourd'hui de la Grèce, montrent le contraire. Pour Standard and Poor's, qui affiche la pondération de ses critères de notation, **les facteurs institutionnels – politique, économique, gouvernance - représentent un tiers de la note**. Pour la Cour des comptes, en revanche, dès lors qu'elle fait partie du système institutionnel français, ces critères ne jouent quasiment pas, surtout s'agissant de la politique.

**Tableau n° 24 : la pondération des critères de Standard and Poor's pour la notation souveraine : comparaison avec les critères de la Cour des comptes pour son analyse sur la soutenabilité des finances publiques**

	<b>Standard and Poor's</b>	<b>Cour des comptes</b>
Finances publiques	25 %	beaucoup plus
Facteurs institutionnels	33 %	non
Monnaie et marché financiers	20 %	moins
Macro-économie (croissance, inflation etc.)	11 %	importance égale
Position extérieure (balance des paiements, avoirs extérieurs etc.)	11 %	moins

*Source : audition de M. Didier Migaud devant la mission commune d'information du Sénat le 22 mai 2012*

---

<sup>1</sup> La nature de l'exercice est donc très différente et obéit à d'autres finalités.

**L'analyse institutionnelle est fondamentalement politique. Elle est par nature beaucoup plus qualitative – et subjective – que celle des autres indicateurs financiers ou économiques, voire contestable.** Selon une étude de Natixis de juillet 2011 sur Standard and Poor's<sup>1</sup>, la partie quantitative n'explique en moyenne que 82 % de la notation des États de l'OCDE. Si les agences de notation présentent l'avantage d'avoir un regard extérieur par rapport aux pays qu'elles notent, il n'est pas dit que la qualification des analystes leur permette d'avoir une analyse politique plus pertinente que celle d'autres observateurs. Moritz Kraemer, responsable de la notation de la dette française chez Standard and Poor's, reconnaît ainsi : *« il nous faut également des experts qui ont un sens aigu de l'analyse politique et des contraintes à prendre en compte lorsqu'on évalue un pays. C'est très clair en Europe, notamment en Grèce où la question est moins économique que politique »*.

En ce sens, la notation des agences peut être relativisée. Relayée pourtant par les médias, et dans le débat politique, elle a un pouvoir perturbateur sur la vie des États, sur les programmes politiques et sur le processus électoral. L'obligation juridique qu'ont les agences de notation de motiver leurs décisions de notation les conduit de surcroît à émettre une opinion sur les politiques économiques et budgétaires des États, l'écart entre justification de la note et préconisations d'ordre politique étant parfois ténu, même si les agences s'en défendent de manière peu convaincante.

Mais, une fois cette critique fondamentale posée, l'interdiction de la notation « non sollicitée » des États, dont celle de la dette souveraine française, poserait des difficultés, à supposer qu'elle soit juridiquement possible s'agissant d'agences pouvant émettre leur notation dans le monde entier.

**Une telle décision ne poserait sans doute pas de difficulté si les dettes souveraines naviguaient en « eaux calmes ».** En revanche, dans la période de défiance actuelle, il est possible que l'interdiction des notes « non sollicitées » oblige les États à solliciter leur notation, au regard de leurs programmes d'émission sur les marchés, et à entrer dans une démarche contractuelle avec les agences de notation. Moritz Kraemer, responsable de la notation de la France chez Standard and Poor's, déclare : *« je ne sais si le Gouvernement préférerait ne pas avoir de notation mais, à ma connaissance, ce n'est pas le cas ! Le Gouvernement communique en effet avec nous et nous fournit des informations »*<sup>2</sup>.

Ceci étant, **au regard des interactions possibles entre les mouvements de notation de dettes souveraines et les échéances démocratiques des États, il apparaît souhaitable que le calendrier de**

---

<sup>1</sup> Cf. « *Quelle est la part quantitative de la notation souveraine de S&P ?* », *Flash économie* n° 586, Natixis, 28 juillet 2011.

<sup>2</sup> *Audition devant la mission commune d'information le 9 mai 2012.*

**publication soit fixé à l'avance, de façon transparente, de manière à éviter une communication au plus mauvais moment<sup>1</sup>.**

Philippe Mills, directeur général de l'agence France Trésor, fait valoir à juste titre que *« s'il est vrai que la fixation d'un calendrier précis des notations peut être un facteur de volatilité des marchés, l'expérience de la Banque centrale européenne, qui prend ses décisions tous les premiers jeudis du mois, montre que ce risque est de mon point de vue tout à fait gérable. Un tel cadre permettrait en outre de prendre un peu de recul dans les situations tendues »*<sup>2</sup>.

L'introduction d'un **calendrier fixé à l'avance, public, des notations souveraines** constitue ainsi une mesure à adopter d'urgence<sup>3</sup>. Une telle proposition permettrait aux agences d'éviter de « réagir à chaud », par rapport à des événements politiques. Elle éviterait que le moment retenu par les agences pour publier leur note prête à interprétation et à sous-entendu.

(4) Un facteur aggravant : l'absence de crédibilité des trajectoires de finances publiques, une transparence des comptes publics perfectible

L'audience recueillie par la communication des agences de notation sur la dette souveraine ne serait pas si forte si la crédibilité de la trajectoire des finances publiques des États de la zone euro n'avait pas été constamment mise à mal au cours des dernières années, comme le rappellent les rapports les plus récents de la commission des finances du Sénat<sup>4</sup>. Aucun programme de stabilité adressé à la Commission européenne par les autorités françaises n'a jamais été respecté.

C'est en substance également le message de la Cour des comptes<sup>5</sup> : *« une place sans doute trop grande a été faite aux agences de notation, y compris dans le contexte actuel : la montée des déficits et des dettes publiques en Europe, conjuguée aux insuffisances des règles d'encadrement et de suivi des finances publiques, ont créé un vide que les agences de notation ont rempli ». (...) « La première des recettes pour faire en sorte que le rôle et l'influence des agences de notation s'amoindrisse à l'avenir, c'est que les États soient plus rigoureux et conduisent un effort de redressement rapide et crédible ».*

---

<sup>1</sup> La suspension de la notation des États sous programme de l'Union européenne ou du FMI, un moment évoquée par la Commission européenne, apparaîtrait en revanche suspecte et accroîtrait la défiance des créanciers.

<sup>2</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 14 mars 2012.

<sup>3</sup> Une telle mesure laissera intacte la critique souvent faite aux agences de notation de sous-estimer le risque de liquidité dans leurs notations. Mais la prise en compte du risque de liquidité dans les notations conduit implacablement à une volatilité extrême des notes, et à des effets pro-cycliques particulièrement dévastateurs.

<sup>4</sup> Cf. en particulier le dernier rapport de la commission des finances du Sénat sur le premier projet de programme de stabilité transmis depuis la réforme des règles de gouvernance budgétaire européennes intervenue à la fin de l'année 2011 (avril 2012) : « une programmation qui suscite d'importantes interrogations » ; « Il manque vraisemblablement 25 milliards d'euros de mesures en 2013-2016 ».

<sup>5</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 22 mai 2012.

En ce sens, **la publication par la France, en particulier, d'une programmation des finances publiques crédible dans ses hypothèses macro-économiques, réaliste dans ses objectifs de moyen terme, et documentée dans ses aspects budgétaires constituerait un vecteur d'atténuation de l'impact des notations souveraines.** La Cour souligne en outre que *« l'effacement souhaitable à terme de l'importance des agences suppose que les mécanismes de supervision et de surveillance au sein de la zone euro gagnent en effectivité ».*

Par ailleurs, pour les investisseurs, la compréhension des comptes publics peut poser une difficulté à un double titre, rendant l'intermédiation des agences de notation nécessaire.

Premièrement, **certains comptes publics manquent encore de transparence.** De ce point de vue, la France est le seul pays de la zone euro à avoir mis en place un processus de certification des comptes de l'État et de la Sécurité sociale par son institution supérieure de contrôle (la Cour des comptes) qui soit conforme aux normes internationales d'audit, et elle fait partie des quelques pays de l'OCDE à procéder ainsi. Les comptes des collectivités locales françaises et ceux des établissements publics de santé ne font pas encore en revanche l'objet de cette certification.

Deuxièmement, **les comptes publics ne sont pas harmonisés, y compris au sein de la zone euro,** ce qui peut rendre leur lecture malaisée, en particulier pour des investisseurs lointains, habitués à la comptabilité générale des entreprises. Comme le fait valoir la Cour, *« non seulement il n'existe pas de normalisation commune en ce domaine, mais ni les autorités nationales, ni les autorités européennes ne s'en sont vraiment préoccupées jusqu'à récemment ».* Ce chantier d'harmonisation des comptes publics au sein de la zone euro, **organisé selon des normes adaptées, issues de comités légitimes,** constitue une voie nécessaire pour contrer la prépondérance des analyses des agences.

*c) Une interaction de long terme entre la notation et les conditions de financement des États*

(1) Des incidents de notation dont l'impact est grave

Suite à une erreur technique de Standard and Poor's, un message a été envoyé accidentellement à plusieurs clients abonnés au portail de *« Standard and Poor's Global Credit »* le 10 novembre 2011 à 16h00 indiquant que la note de crédit de la France avait été changée.

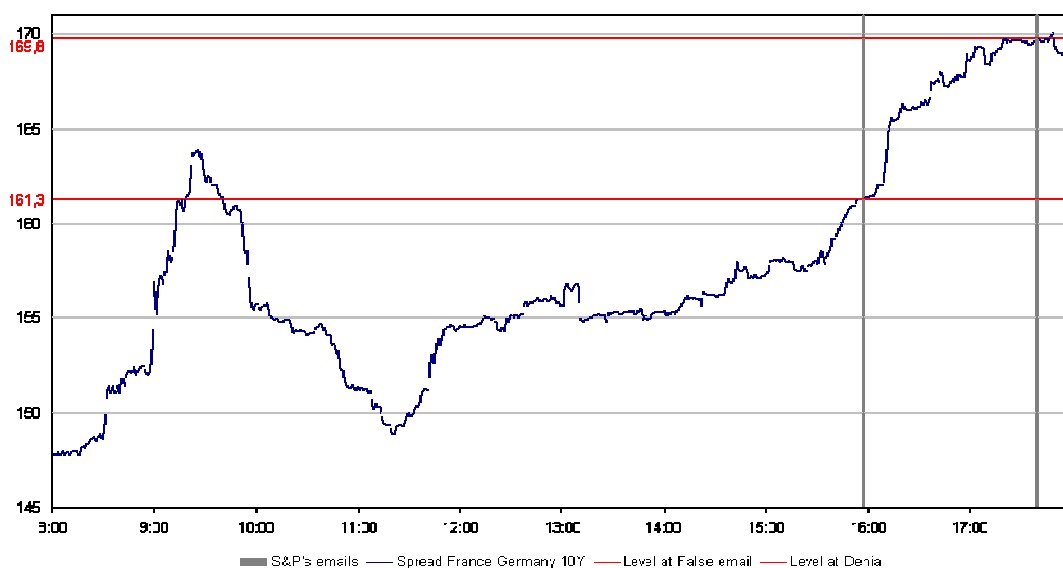
**Ce message a eu un effet perturbateur dans un contexte de marché particulièrement nerveux.** L'agence de notation a apporté un démenti en fin de séance, à 17h41, soulignant que le communiqué n'était pas lié à la notation souveraine de la France, puisqu'elle portait sur l'appréciation portée sur le système bancaire français, dégradé de la classe 1 à la classe 2 (catégorie dans laquelle se trouve également l'Allemagne, le Royaume-Uni et

les États-Unis), décision déjà connue des marchés puisque intervenue le 14 octobre 2011.

Le 10 novembre 2011, l'écart de taux entre France et Allemagne pour les obligations à dix ans était de l'ordre de 160 points de base à 15h59, une minute avant l'envoi du message erroné de Standard and Poor's.

En séance, le taux à dix ans français a subi une tension de 25 points de base, soit le plus important mouvement depuis octobre 1998, tandis que l'écart de même maturité entre France et Allemagne s'est écarté de 21 points de base, soit le plus fort mouvement d'écartement depuis 1990 pour atteindre 168 points de base, un plus haut depuis 1990. **On peut considérer que l'erreur de manipulation de l'agence s'est traduite par un élargissement de l'écart de taux (*spread*) de l'ordre de 10 points de base sur le marché secondaire.**

**Graphique n° 25 : évolution de l'écart de taux France-Allemagne pour les obligations à 10 ans sur la journée du 10 novembre 2011**

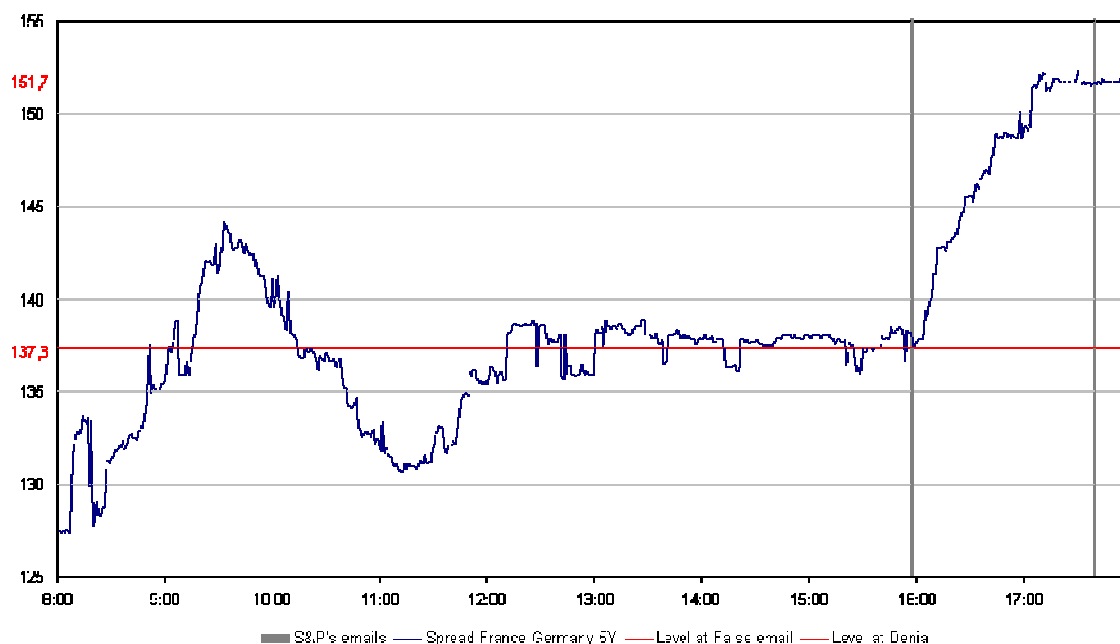


Source : Agence France Trésor

Le mouvement a été plus marqué encore sur les obligations à cinq ans : le taux s'est tendu de 28 points de base à 2,44 %, tandis que l'écart entre la France et l'Allemagne augmentait de 23 points de base, à 162 points de base.



**Graphique n° 26 : évolution de l'écart de taux France-Allemagne pour les obligations à 5 ans sur la journée du 10 novembre 2011**



Source : Agence France Trésor

L'erreur a pu avoir, en outre, des effets difficilement mesurables sur le sentiment général de marché en accréditant l'idée que des dégradations d'États souverains étaient imminentes. Si une émission obligataire de l'Agence France Trésor avait eu lieu ce jour-là, ou le jour suivant, l'impact de l'erreur de l'agence aurait été particulièrement grave.

**L'Autorité des marchés financiers et l'Autorité européenne des marchés financiers, chacune dans leur domaine de compétence, ont engagé une enquête sur cet incident. L'État lui-même n'a pas engagé la responsabilité civile de Standard and Poor's devant les tribunaux,** comme l'article L. 544-5 du code monétaire et financier l'y autorise. Cette attitude est incompréhensible<sup>1</sup>, alors même que les autorités françaises soutiennent aujourd'hui dans la négociation du nouveau règlement européen une extension du champ de la responsabilité des agences de notation.

(2) L'absence d'impact à court terme d'une dégradation par une agence, une incertitude sur l'impact d'une dégradation par une autre agence

La dégradation par Standard and Poor's intervenue le 13 janvier 2012 n'a eu en elle-même **aucun impact mesurable sur les taux de financement de la France**. On constate d'ailleurs que, depuis 2008, les évolutions de taux d'intérêt constatées sur les différentes dettes souveraines ont précédé les modifications de notes par les agences, plutôt que l'inverse.

<sup>1</sup> Le Sénat n'a pas reçu d'analyse juridique du ministère de l'économie et des finances écartant une possibilité de mise en cause de la responsabilité civile des agences par l'État lui-même.

Grâce notamment à un afflux de liquidités octroyées aux banques par la Banque centrale européenne au premier semestre 2012, les investisseurs prêtent à la France à des taux toujours très avantageux et à des niveaux extrêmement bas. Ces taux ont même atteint un plus bas historique en mai 2012.

Cette situation peut s'expliquer principalement de deux manières :

- d'après la documentation publiée par Standard and Poor's, la probabilité de défaut, à un horizon de cinq ans, est statistiquement identique pour les émetteurs notés triple A et double A, et égale à zéro. L'information livrée par une dégradation entre ces deux notes est donc très limitée.

**La France est toujours très bien notée ;**

- le fait que la France soit toujours notée AAA par les deux autres principales agences de notation, Moody's et Fitch, apparaît encore plus décisif. La quasi-totalité des modèles de limitation des risques des investisseurs tient compte **de la deuxième meilleure, voire de la meilleure notation : la France est donc toujours notée AAA dans ces modèles.** De même, les investisseurs prenant leur décision en référence à des indices obligataires, qui retiennent la meilleure ou les deux meilleures notations possibles d'un émetteur souverain, n'ont pas changé d'attitude envers la dette française. **Il n'y a donc pas eu de ventes automatiques de titres français par les investisseurs.**

Ce dernier facteur d'explication constitue cependant une « épée de Damoclès » sur la dette française. En raison des modèles de gestion des risques des investisseurs, **une dégradation par une deuxième agence - a fortiori s'il s'agissait de Moody's – pourrait avoir un impact sans commune mesure avec celui de la première dégradation,** toutes choses égales par ailleurs.

(3) A long terme, une interaction entre notations et conditions de financement potentiellement coûteuse

Dans une interview aux *Échos* du 22 novembre 2011, Philippe Mills, directeur général de l'Agence France Trésor déclarait : « *ceux qui prétendent qu'il ne se passera rien le jour où la France perdra son AAA se trompent complètement* ». Il ne s'est en réalité rien passé.

L'Agence France Trésor a maintenu cependant dans ses échanges avec le Sénat que « *le retour à une note AAA prenait du temps, parfois une décennie et surtout que la perte de la note aurait des conséquences sur le reste de la zone euro et sur les conditions de financement des autres émetteurs publics ainsi que privés européens et surtout français* ». En effet, suite à la dégradation de la note française, Standard and Poor's a abaissé les notations et/ou les perspectives de nombreuses entreprises publiques, ainsi que celles des banques et établissements financiers français.

L'interaction de long terme entre notation et conditions de financement apparaît avérée, mais elle n'est ni univoque, ni exclusive.

Pour l'Agence France Trésor, sur le long terme, **un différentiel de notation, lorsqu'il intervient uniformément auprès de toutes les agences de notation, tend à se traduire en effet par un différentiel de taux.** Néanmoins, ce différentiel de taux est très variable suivant les périodes, car il dépend de nombreux facteurs, en particulier du cycle du marché.

Ainsi, lors de la période de stress connue sur les marchés obligataires fin 2011, l'écart de taux à dix ans entre la France et la Belgique, dont la notation différait alors de seulement un cran (le plus petit écart possible AAA/AA+), a atteint jusqu'à 217 points de base. À l'inverse, en début d'année 2012, avant la dégradation de la France, l'écart était inférieur à 100 points de base, alors que l'écart de notation entre la Belgique et la France s'était accentué par rapport à 2011 (AAA contre AA). Cet exemple permet d'illustrer, d'une part, que la différence de notation de la France et de la Belgique est durablement corrélée à un différentiel de taux, mais, d'autre part, qu'il n'y a pas de lien automatique entre un écart de notation et un écart de taux.

Par ailleurs, **il est impossible d'évaluer de manière quantifiée la part de l'écart de taux qui serait due en soi à une différence de notation, et la part qui serait due aux différences objectives et fondamentales de risque de crédit entre deux États, ce deuxième élément étant censé lui-même être reflété par la notation.** On peut constater à tout le moins aujourd'hui des écarts de taux entre l'Allemagne ou les Pays-Bas (AAA) et la France (AA+) s'établissant fin avril 2012 respectivement à 120 points de base et 80 points de base, soit un surcoût budgétaire pour la France de respectivement 2,3 milliards d'euros et 1,6 milliard d'euros la première année, et de respectivement 13,4 milliards d'euros et 8,8 milliards d'euros la septième année (diffusion de l'effet taux sur la quasi-totalité de la gamme obligataire) par rapport à de meilleures conditions d'emprunt.

**Tableau n° 27 : estimations du coût budgétaire annuel d'un différentiel de taux avec différentiel de notation entre AAA et AA+<sup>1</sup>**

	<b>Moyenne 2011 Chiffrage du différentiel de taux (120 points de base) entre la France (AAA) et la Belgique (AA+)</b>	<b>Fin mai 2012 Chiffrage du différentiel de taux (120 points de base) entre l'Allemagne (AAA) et la France (AA+)</b>	<b>Fin mai 2012 Chiffrage du différentiel de taux (80 points de base) entre les Pays-Bas (AAA) et la France (AA+)</b>	<i>Rappel Pic « historique » du différentiel de taux (190 points de base) entre l'Allemagne (AAA) et la France (alors AAA)</i>
<b>1<sup>e</sup> année</b>	2,3 Md€	2,3 Md€	1,6 Md€	3,6 Md€
<b>7<sup>e</sup> année</b>	13,4 Md€	13,4 Md€	8,8 Md€	21,7Md€

Source : Agence France Trésor/Sénat

<sup>1</sup> Selon l'Agence France Trésor, ces simulations reposent sur des hypothèses relativement fortes : volume des émissions réalisées, fonction du déficit à financer et des amortissements ; structure des émissions. Cela invite à interpréter avec grande prudence les résultats obtenus qui ne visent qu'à donner un ordre de grandeur de l'impact financier et du rythme de diffusion du choc à moyen terme et non un chiffage fin.

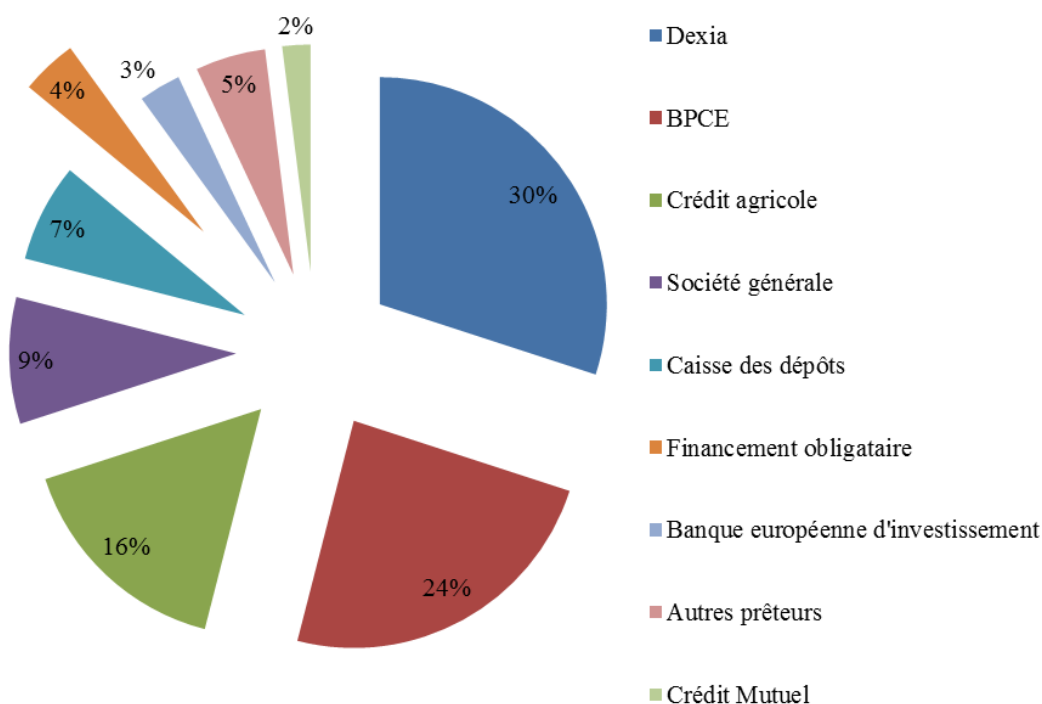
#### 4. Une notation plus marginale des collectivités locales françaises à ce stade, en absence d'un recours élargi au marché obligataire

a) Historiquement, des collectivités locales françaises peu tentées par la notation

(1) Un financement limité des collectivités locales françaises sur le marché obligataire

Contrairement à d'autres pays, comme les États-Unis, mais aussi en Europe, l'Allemagne ou l'Espagne, les collectivités locales françaises font appel aux marchés obligataires de manière marginale. En 2011, comme en 2010, leur encours d'emprunt n'était constitué d'obligations qu'à hauteur de 4 %. Le financement bancaire est le financement prépondérant des collectivités locales.

**Graphique n° 28 : répartition des encours d'emprunt des collectivités locales en 2011 (en stock, les emprunts obligataires représentent 4 % du total, comme en 2010)**



Source : Observatoire Finance Active de la dette 2012

Malgré des débats récurrents sur le financement obligataire et l'opportunité ou non pour les collectivités d'être notées<sup>1</sup> depuis 1990, les collectivités locales françaises ne représentent que 1,4 % des encours émis sur les marchés obligataires par les collectivités locales européennes entre 2000 et 2012. **Cette place limitée tient pour l'essentiel à la petite taille des collectivités locales françaises : le volume de leurs emprunts atteint rarement la masse critique nécessaire pour qu'un financement obligataire soit possible.** Beaucoup de PME sont dans le même cas *a fortiori*.

Ainsi, dans le classement des quarante premières collectivités locales européennes émettant sur les marchés obligataires, la région Ile-de-France est la première collectivité française classée, en 23<sup>e</sup> place, et la Ville de Paris figure en 35<sup>e</sup> position, avec des montants émis limités par rapport aux *Länder* allemands ou aux régions espagnoles.

**Tableau n° 29 : classement des 40 premières collectivités locales européennes émettant sur les marchés obligataires 2000-2012**

Rang	Collectivité locale	Montants émis 2000-2012
1	Land de Rhénanie du Nord-Westphalie	124,3 Md€
2	Land de Berlin	67,1 Md€
3	Land de Basse-Saxe	46,9 Md€
4	Land de Rhénanie-Palatinat	41,0 Md€
5	Land de Hesse	34,4 Md€
6	Land de Bade-Wurtemberg	26,1 Md€
7	Länderschatzanweisung <sup>2</sup>	24,8 Md€
8	Communauté autonome de Catalogne	23,9 Md€
9	Land de Brandebourg	18,5 Md€
10	Land du Schleswig-Holstein	13,8 Md€
...		
<b>23</b>	<b>Région Ile de France</b>	<b>3,2 Md€</b>
...		
<b>35</b>	<b>Ville de Paris</b>	<b>1,8 Md€</b>
<i>Total des 40 premiers émetteurs</i>	<i>610 Md€ (en stock)</i>	

<sup>1</sup> Cf. le rapport de notre ancien collègue Paul Loridant sur le développement de la notation des collectivités locales (1992).

<sup>2</sup> Emission obligataire groupée.

(2) Un recours restreint à la notation

En 2012, vingt-neuf collectivités locales seraient notées en France, dont vingt par Standard and Poor's. En vingt ans, le nombre de collectivités notées a certes fortement progressé, mais sans que les agences de notation aient pénétré le marché du financement des collectivités locales de manière décisive.

**En 1990, seulement deux collectivités étaient notées.** Les années 1993 et 1994 ont vu une augmentation forte du nombre d'entités locales notées (dix en 1993 ; quatorze en 1994), avec une augmentation du nombre d'émissions obligataires, pour des montants, ces deux années-là, de l'ordre d'un milliard d'euros chacune. Depuis, le montant des émissions obligataires est resté dans des volumes limités (entre 100 et 600 millions d'euros), avec une lente progression du nombre de collectivités notées (dix-huit en 1997 ; vingt-cinq en 2001 ; trente et une en 2003 et trente-huit en 2005).

Sur la période récente, on assiste à deux mouvements contradictoires :

- il y a eu, d'une part, **un mouvement de « dénotation » de collectivités locales souhaitant protester contre l'influence jugée négative des agences - souvent parmi celles qui ne réalisent pas d'émissions obligataires.**

Une des caractéristiques de certaines collectivités locales notées a, en effet, été de recourir à la notation, non pour aller sur les marchés obligataires, mais pour obtenir un « brevet externe » de bonne gestion. Comme l'explique Claude Dilain, ancien maire de Clichy-sous-Bois, et sénateur de Seine-Saint-Denis, « *Notre rapport avec les agences de notation a été très singulier. Nous avons demandé à être notés dans la croisade que nous menions pour une meilleure péréquation entre villes. De fait, on nous disait souvent, même si cela n'était pas explicite, que notre pauvreté était liée à une mauvaise gestion. Pour démontrer qu'elle était structurelle, nous avons sollicité l'agence Moody's qui nous a notés en 2008, 2009 et 2010. À la surprise de tous, nous avons obtenu la note des États-Unis : AA+ !* »<sup>1</sup> ;

- on recense, d'autre part, des demandes d'information nouvelles auprès des agences de notation. L'intérêt des collectivités locales pour la notation peut se mesurer au **nombre d'appels d'offres lancés pour des services de notation** (les contrats de notation des collectivités sont renouvelés de manière périodique, les contrats couvrant en générale une période de trois ans (un an + deux ans renouvelables). De huit en 2010, le nombre d'appels d'offres aurait doublé en 2011 (seize) et aurait déjà atteint huit fin mars 2012.

---

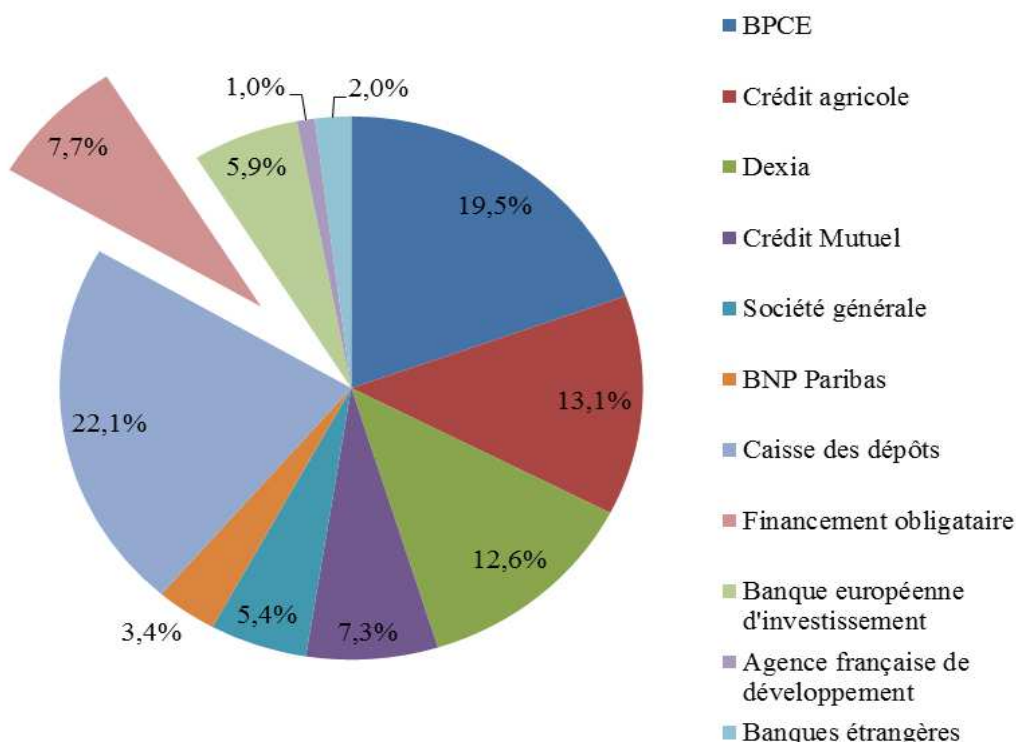
<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.

*b) Les risques actuels d'un « credit crunch » pour les collectivités locales, la notation comme limite aux émissions obligataires groupées*

(1) Les risques actuels de « credit crunch »

La plupart des acteurs locaux manifestent la crainte d'un « *credit crunch* » pour les collectivités, issu, d'une part, de la chute de Dexia, et, d'autre part, d'une offre trop restrictive du secteur bancaire. La question du recours aux émissions obligataires pour les collectivités locales se pose de nouveau. En 2011, les émissions obligataires auraient représenté 7,7 % des ressources de financement des collectivités locales, soit une part sensiblement supérieure à celle des années antérieures.

**Graphique n° 30 : répartition des flux d'emprunt des collectivités locales en 2011 (en flux les emprunts obligataires représentent 7,7 % du total)**



Source : Observatoire Finance Active de la dette 2012

Alors que le besoin de financement des collectivités locales est de l'ordre de 17 milliards d'euros pour 2012, le ministère de l'économie a fait valoir par un communiqué de presse du 20 février 2012 que « *l'ensemble du secteur bancaire en France apportera en 2012 environ 10 milliards d'euros de crédits nouveaux aux collectivités locales* ». Il manquerait donc de l'ordre de 7 milliards d'euros, partiellement comblés par une enveloppe de prêts de la Caisse des dépôts et consignations pouvant aller jusqu'à 5 milliards d'euros.

### **Des émissions obligataires de l'Agence France Trésor pour le compte des collectivités locales : une voie impossible ?**

Comme cela existe par exemple au Royaume-Uni, dès lors que les conditions d'emprunt des collectivités locales sont étroitement dépendantes de celles de l'État, la réalisation d'émissions obligataires par l'Agence France Trésor pour le compte des collectivités locales n'apparaît pas inconcevable sur un plan théorique. Il s'agirait d'une logique de mutualisation de la dette. Ce scénario demanderait que soient tranchées des questions importantes d'un point de vue juridique, économique et opérationnel.

D'un point de vue juridique, un examen de la compatibilité de ce schéma avec le principe constitutionnel de libre administration des collectivités territoriales serait nécessaire, car il ne devrait pas conduire à ce que l'État régule indirectement le crédit accordé aux collectivités territoriales.

D'un point de vue économique, un tel schéma aurait vraisemblablement un impact sur les taux auquel l'État se finance puisque celui-ci prendrait à sa charge des émissions de dette supplémentaires, ce qui pourrait rétroagir sur le programme d'émission de l'État. Ce risque est faible au regard du volume d'emprunt limité du secteur public local (10 % du programme d'émission de l'État). Les collectivités locales pourraient y trouver en revanche un intérêt de taux.

D'un point de vue opérationnel, ce schéma générerait une activité totalement nouvelle pour l'Agence. En effet, non seulement l'Agence devrait lever des fonds pour le compte des collectivités territoriales, ce qui ne modifierait *a priori* pas son activité traditionnelle, mais elle devrait surtout être en mesure de gérer les prêts qu'elle accorderait ensuite à ces collectivités (définition des taux accordés, de la gestion du risque de crédit, concurrence avec les prêts bancaires, etc.). Un changement du statut juridique de l'Agence serait nécessaire, pour la transformer en « **agence de la dette publique** ».

En attendant une éventuelle agence de financement des collectivités locales, la tentation du marché obligataire s'exprime de nouveau. Pour les collectivités locales, compte tenu du montant limité de leurs emprunts, la notation est indissociable de l'accès au marché obligataire.

(2) Le bilan coût/avantages des émissions obligataires pour les collectivités locales

« *Un point de base environ, voilà le coût de la notation* », selon Dominique Vanon, directeur général adjoint du conseil général de la Meuse<sup>1</sup>. Pour la Ville de Paris, qui émettrait 350 millions d'euros par an, en moyenne, sur les marchés, le coût est composé d'une part forfaitaire de 30 000 à 60 000 euros et d'une part sur les émissions (de 30 000 à 50 000 euros par agence pour une émission de 500 millions d'euros), soit 150 000 euros par an, pour des économies de l'ordre de 60 millions d'euros sur quinze ans. À cette aune, le bilan coût/avantage apparaît particulièrement favorable.

Deux paramètres doivent cependant être pris en compte.

---

<sup>1</sup> *Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.*



Premièrement, **la notation de l'État constitue un plafond pour la note d'une collectivité locale française quelle que soit la qualité intrinsèque de sa gestion.** La dégradation de la note de l'État entraîne mécaniquement celle des entités subnationales. Cela a été le cas pour la région Ile-de-France et la ville de Paris qui ont mécaniquement perdu leur AAA après que Standard and Poor's a dégradé la note de l'État de AAA à AA+.

L'agence justifie son analyse en invoquant l'importance des liens financiers entre l'État et les collectivités locales. Sans que cette indication n'ait de véritable impact pour les investisseurs étrangers, et face aux protestations des collectivités concernés, Standard and Poor's a ajouté dans son analyse un indicateur supplémentaire de notation intrinsèque, attribuant à la région Ile-de-France et à la Ville de Paris un petit aaa...

Les établissements publics de santé sont dans la même situation : l'écart de notation - en leur défaveur - avec l'État, qui constitue leur autorité de tutelle, reflète leur **degré de transparence financière et la fiabilité de leurs comptes.**

La recherche d'une **amélioration relative de la notation financière des collectivités ou des établissements publics de santé par rapport à celle de l'État** peut donc justifier un effort de certification des comptes.

Deuxièmement, **le processus d'émission et de notation constitue un coût**, d'une part parce que les frais fixes facturés par les agences ne sont pas nuls, et, d'autre part, parce que le processus de notation en lui-même mobilise de manière significative les services des collectivités locales.

Concrètement, la sélection d'une agence de notation (ou plusieurs) fait l'objet d'un marché à procédure adaptée ou d'un appel d'offres. La préparation du dossier de notation demande un délai d'un mois à un mois et demi. C'est ensuite, deux semaines après la transmission du dossier, qu'a lieu la rencontre « physique » avec l'agence de notation. La délivrance de la note intervient un mois après cette rencontre. Le processus complet demande donc plusieurs mois.

Au total, on considère que pour une émission obligataire, l'identification du besoin financier proprement dit exige de l'ordre de six mois, la **notation de l'ordre de quatre à six mois** et l'émission obligataire en tant que telle environ deux semaines. Les coûts afférents sont importants, la notation n'étant, au demeurant, qu'un coût parmi d'autres.

**Tableau n° 31 : estimation indicative des coûts hors taxes d'un programme d'émission EMTN1**

Coût fixe du programme	1 <sup>o</sup> année	Années suivantes
Arrangeur (banque)	50 000 €	20 000 €
Conseil juridique (avocat)	50 000 €	15 000 €
Notation	25 000 €	
Contribution de l'Autorité des marchés financiers (AMF)	1 500 € par an	
Agent payeur – frais d'émission du programme	Environ 2 500 € par an	
Emissions	A chaque émission	
Commission de placement (banque)	Environ 0,20 % du montant de l'émission	
Notation	0,025 % du montant de l'émission	
Commission d'admission Euronext	125 € par tranche de 25 M€ + 500 € par an	
Contribution à l'Autorité des marchés financiers	0,05 % de l'émission net des coûts d'émission	
Agence financière	Environ 1 500 € forfaitaire par émission + 1 000 € à 300 € par émission selon la « périodicité » du taux	
Agent payeur – frais par paiement d'intérêt et par remboursement de capital	Environ 500 € par flux	
Agent de calcul – frais pour fixation et communication des taux aux parties	Environ 250 € par calcul	

Source : Finance Active

**Tableau n° 32 : matrice du profil de crédit d'une collectivité locale pour Standard and Poor's**

Matrice du profil de crédit d'une Collectivité Locale											
		Profil de crédit « intrinsèque »									
Score		1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	
		Extrêmement fort	Très fort	Fort	Relativement fort	Intermédiaire	Relativement faible	Faible	Très faible	Extrêmement faible	
Cadre institutionnel	1	Prévisible et supporté	AAA	AAA	AA+	AA	AA -	A	BBB+	BB+	SG
	2	Prévisible et équilibré	AAA	AA+	AA	AA -	A+	A -	BBB	BB	SG
	3	En évolution mais quasi-équilibré	AAA	AA	AA -	A+	A -	BBB	BB+	BB -	CCC / CC
	4	En consolidation et déséquilibré	-	A+	A	A -	BBB	BB+	BB -	B	CCC / CC
	5	En développement et déséquilibré	-	A -	BBB+	BBB	BB+	BB -	B	B -	CCC / CC
	6	Volatil et incapacité à se financer	-	-	BBB -	BB+	BB -	B+	B -	CCC+	CC

<sup>1</sup> EMTN : Euro Medium Term Notes. Ce programme rendu public par l'émetteur, en contrepartie d'un enregistrement auprès de l'Autorité des marchés financiers, lui permet d'accéder ensuite rapidement au marché sur une base continue, au gré de ses besoins de financement.

**Tableau n° 33 : critère « cadre institutionnel » et décomposition des critères du profil de crédit « intrinsèque » selon Standard and Poor's**

<b>Critère « cadre institutionnel »</b>	La meilleure note possible, et commune à l'ensemble des collectivités locales française, est la note 2 du fait d'un degré de soutien anticipé de l'État moins important que pour les cantons suisses par exemple.	
<b>Critères de qualité de crédit intrinsèque</b>	Économie	20 %
	Administration financière	20 %
	Équilibres budgétaires	10 %
	Flexibilité budgétaire	10 %
	Accès à la liquidité externe	10 %
	Besoin de liquidité externe	10 %
	Poids de la dette	10 %
	Engagements de long terme	10 %

Source : Finance Active

(3) Un processus de notation peu favorable au « pool » d'obligations locales

Face à l'importance des délais et des coûts, avec des besoins financiers limités, l'intérêt des collectivités locales peut être de se regrouper dans des « pools » obligataires. Les émissions groupées permettent d'atteindre le montant minimal susceptible d'attirer des investisseurs internationaux, soit de l'ordre de 500 millions d'euros. Plusieurs émissions groupées ont eu lieu entre 2004 et 2008 à l'initiative de l'association des communautés urbaines de France. Un projet serait en cours en 2012, estimé à un total d'un milliard d'euros avec une participation minimale par collectivité de l'ordre de 5 millions d'euros.

**Dans ces émissions groupées, la notation constitue un facteur déterminant des conditions de financement obtenues.** Ce sera également le cas, dans l'hypothèse de la création d'une agence de financement des collectivités locales, sans garantie de l'État, et dans laquelle chaque collectivité ne pourrait être débitrice que dans la limite de ses propres encours.

La notation d'une émission groupée dépend du degré de solidarité, en cas de défaut, des participants à l'émission. Le même raisonnement vaut aussi pour les émissions groupées de PME et pour toute opération de mutualisation de dette. En pratique, les émissions groupées des collectivités locales sont des émissions non solidaires. Dans ce cas, les agences de notation procèdent à une notation confidentielle (« *shadow rating* »), de chaque collectivité, qui ne sera publiée que sur demande. **La note de l'émission sera, soit proche de la moyenne pondérée des notations confidentielles, soit proche de la plus mauvaise note obtenue.**

Comme dans toute opération de mutualisation de dette, le processus d'émissions groupées est donc défavorable aux entités les mieux notées, qui voient leurs conditions de financement se dégrader. L'attractivité de ces opérations pour les « meilleurs emprunteurs » est donc limitée.

Dans ces conditions, la réussite des projets de « pools » obligataires dépendra essentiellement de paramètres externes liés au marché bancaire, comme le taux de marge des banques et la profondeur de l'offre.

### ***B. LA NOTATION, UN POINT DE PASSAGE MÉCANIQUE IMPOSÉ PAR LES POUVOIRS PUBLICS ET LES INVESTISSEURS SANS ALTERNATIVE CRÉDIBLE À COURT TERME***

En réaction aux différentes crises du capitalisme depuis 1929, les États-Unis, puis les États européens, puis désormais la communauté internationale toute entière, à travers le G 20 et le Comité de Bâle, ont fait **appel aux notations pour s'assurer de la solidité des actifs des banques et des sociétés d'assurance et mesurer la réalité des risques pris**. La Banque centrale européenne les utilise pour accepter les garanties apportées par les banques en échange de ses refinancements, dans des proportions considérables.

Les notations sont devenues un outil essentiel, si ce n'est exclusif, utilisé par les investisseurs pour déterminer les risques qu'ils prennent et définir leurs règles de gestion. À bien des égards, on peut estimer qu'ils sont devenus « dépendants » des notations.

Dans ces conditions, la démarche américaine, reprise aujourd'hui par les instances européennes, de « désintoxication » des superviseurs bancaires ou d'assurance, tout comme des investisseurs, vis-à-vis des notations reste encore **largement incantatoire. Les solutions proposées sont peu opérantes**, même si les notations n'ont pas été conçues pour participer à la réglementation des banques et remplissent parfois mal cette fonction. Il y a encore peu d'alternatives crédibles à court terme pour « se débarrasser » des notations.

#### **1. La responsabilité des États dans la dépendance réglementaire aux agences de notation**

*a) Les réglementations américaines incorporant les notations : une réponse aux crises du capitalisme*

**C'est en réponse à la crise de 1929 que les régulateurs américains ont entrepris d'incorporer formellement la référence aux notations dans les réglementations.**

En 1931, « *l'Office of the Comptroller of the Currency* » chargé de la supervision des banques aux États-Unis a fait obligation aux banques nationales de passer une provision pour les obligations notées en dessous de BBB.

En 1936, une décision de l'Office a interdit aux banques d'investir dans des titres « spéculatifs ». La décision, qui fait référence aux manuels de notation reconnus pour évaluer la nature spéculative d'un investissement, a eu pour conséquence immédiate de diviser par deux le nombre d'obligations dans lesquelles les banques pouvaient investir.

La dépendance réglementaire aux notations s'est de nouveau renforcée considérablement à partir des années 1970. En 1970, la faillite de la « *Penn Central Transportation Company* » a mis à mal la confiance des investisseurs sur le marché des créances à court terme. **La réponse a été similaire à celle mise en place dans les années 1930.**

La *Securities and Exchange Commission* (SEC), le régulateur boursier, a ainsi adopté en 1975 la « *Uniform Net Capital Rule* » qui impose aux courtiers des contraintes liées à la qualité des actifs détenus. **La SEC a alors introduit les notations comme des références objectives permettant d'apprécier la qualité des actifs détenus.** C'est ainsi que les agences de notation ont acquis un statut réglementaire sous le nom de « *Nationally Recognised Statistical Rating Organizations* » (NRSRO) ou « agences de notation nationalement reconnues » (sous-entendu par le régulateur). Il faudra néanmoins attendre plus de 35 ans pour qu'une loi sur les agences de notation (« *Rating Agency Reform Act* », 2006) prévoit des règles relatives aux conditions d'enregistrement des agences « NRSRO ».

À compter de cette période, les références aux notations de crédit externes se sont multipliées dans le corpus réglementaire et législatif américain. **La référence aux notations de crédit des « NRSRO » est utilisée non seulement pour définir les contraintes en capital et les restrictions d'investissement de certaines institutions financières, mais aussi pour déterminer les obligations d'information sur les instruments financiers<sup>1</sup>.**

L'ampleur prise aux États-Unis par le mouvement de délégation d'une fonction réglementaire aux agences de notation rend difficile toute tentative de recensement exhaustif. En recherchant le nombre d'occurrences du terme « NRSRO » dans les bases de données Lexis-Nexis, le professeur Frank Partnoy, de l'Université de droit de San Diego, aurait relevé en 1999

---

<sup>1</sup> Ainsi, à titre d'exemple, on peut citer :

- l'adoption en 1982 par la SEC d'une procédure d'enregistrement simplifiée pour les obligations notées au minimum BBB par une agence « NRSRO » ;

- la règle 2a-7 de l'*Investment Company Act*, adoptée en 1991, qui limite les investissements à court terme des fonds monétaires dans des instruments bénéficiant d'une notation supérieure à A1 octroyée par un NRSRO ;

- la règle 3a-7 de l'*Investment Company Act*, adoptée en 1992, qui accorde une exemption d'enregistrement pour les produits titrisés « *Asset Backed Securities* » (ABS) bénéficiant d'une notation supérieure à BBB.

**plus de 1 000 références dans la réglementation relative aux marchés des titres financiers et près de 400 pour les banques.**

*b) Une fonction réglementaire relayée et amplifiée par le Comité de Bâle*

L'évolution de la réglementation prudentielle des banques a constitué un axe central de propagation du recours aux agences de notations.

(1) La responsabilité historique du Comité de Bâle dans le recours aux notations pour réguler les banques

Le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire est une organisation internationale regroupant les représentants des régulateurs bancaires et des banques centrales de vingt-sept pays, dont les pays industrialisés. Il a pour principale mission de définir le cadre prudentiel applicable aux banques. Concrètement, il impose un niveau minimum de capital dans les banques en proportion des risques pris afin de garantir la solidité et la stabilité du système bancaire. La mesure adéquate du risque de chacun des instruments inscrits au bilan d'une banque est donc la phase la plus importante pour déterminer le capital nécessaire.

Le premier accord de Bâle en 1988 imposait aux banques internationales l'obligation de maintenir un montant minimum de capital correspondant à 8 % des actifs pondérés en fonction des risques pris.

À titre d'illustration, un portefeuille de crédits à l'export est garanti par les marchandises exportées, il n'est donc pas ou peu risqué puisque, en cas de défaut, la banque pourra saisir et revendre les marchandises. Il se voit attribuer par exemple une pondération de 15 %. Si le portefeuille vaut 10 millions d'euros, la pondération le ramènera à 1,5 million d'euros. Le montant des fonds propres à inscrire en face de ce portefeuille sera donc de 120 000 euros (8 % x 1,5 million). Autrement dit, la banque ne doit posséder que 120 000 euros de fonds propres pour un portefeuille de 10 millions d'euros.

**Mais ce premier accord, dit de « Bâle I », était encore assez fruste dans la mesure de l'appréciation du risque. Par exemple, toutes les entreprises étaient considérées représenter le même niveau de risque, ce qui apparaît contraire au plus élémentaire bon sens.**

Ce système de pondération des risques s'est révélé rapidement inadapté, les banques développant des stratégies d'arbitrage en privilégiant les prêts aux entreprises plus risqués et donc plus rémunérateurs, mais ne nécessitant pas de surcharge en capital.

En janvier 1996, le Comité de Bâle a publié un amendement aux règles de « Bâle I » incluant une prise en compte des risques de marché<sup>1</sup>. Il est alors fait référence aux agences de notations.

**Document n° 1 : la première intervention des notations  
dans les réglementations bancaires du Comité de Bâle (1996)**

« 6. *Les emprunts qualifiés comprennent les titres de dette émis par les agents du secteur public et les banques multilatérales de développement ainsi que ceux qui sont :*

*« - notés de bonne qualité<sup>1</sup> par au moins deux agences de notation désignées par l'autorité de tutelle nationale ; ou*

*« - notés de bonne qualité par une agence de notation et de catégorie au moins égale par toute autre agence de notation désignée par l'autorité nationale (sous réserve d'un suivi prudentiel) ; ou*

*« - sous réserve de l'approbation de l'autorité, non notés, mais jugés de qualité comparable par la banque déclarante, et à condition que l'émetteur en ait obtenu la cotation sur un marché organisé reconnu.*

*«<sup>1</sup> C'est-à-dire au moins Baa par Moody's et au moins BBB par Standard and Poor's. »*

*Source : Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire*

Préalablement à la révision envisagée des accords de « Bâle I », le Comité de Bâle indiquait en 2000 **que la presque totalité des pays du G 10 ainsi que quelques pays hors G 10 utilisaient les notations de crédit externes dans leur réglementation. Cette réglementation a été principalement établie sur le fondement des règles de Bâle sur les risques de marché.**

En 2004, l'accord de « Bâle II » a proposé un système visant à être plus sensible aux risques réels. **Il autorise les banques, pour déterminer leurs fonds propres réglementaires, à utiliser soit leur système interne d'évaluation, soit une méthode dite standard basée sur les notations émises par des « organismes externes d'évaluation de crédit », dits « OEEC ».**

(2) Des superviseurs nationaux se reposant essentiellement, voire exclusivement, sur les agences de notation

Les recommandations de « Bâle II » ont été transposées en Europe par la directive du 14 juin 2006 sur les « fonds propres réglementaires », entrée en application en 2008. Cette directive prévoit que la reconnaissance « OEEC »

---

<sup>1</sup> *Le risque de marché est le risque lié à la variation du prix des titres financiers sur le marché. Il peut s'agir de la chute d'un cours de Bourse ou encore d'une hausse des taux d'intérêts qui renchérit le coût des obligations.*

est accordée par les superviseurs bancaires nationaux. **Après l'entrée en vigueur du règlement du 16 septembre 2009 sur les agences de notation, certains superviseurs considèrent désormais que toutes les agences de notation enregistrées et certifiées dans l'Union européenne sont automatiquement « OEEC ».**

En France, conformément à l'article L. 511-44 du code monétaire et financier, l'Autorité de contrôle prudentiel est chargée d'établir la liste des « OEEC » reconnus<sup>1</sup>. **Elle n'a pas retenu de lien automatique entre agences de notation enregistrées auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers et reconnaissance de la qualité « d'OEEC ».** La liste française inclut la Banque de France et la Coface qui ne sont pas des agences de notation et seules cinq agences sur les dix-sept enregistrées sont reconnues « OEEC »<sup>2</sup>.

Dans la réglementation prudentielle, le but *in fine* de la mesure du risque est de parvenir à une pondération des différents éléments inscrits à l'actif de la banque et donc de déterminer la quantité de fonds propres que chacun d'entre eux requiert (*cf. supra (I)*).

Le recours aux « OEEC » permet de fixer une pondération en fonction de la note émise. Pour ce faire, il est néanmoins nécessaire de procéder à deux opérations de conversion de la note. Il faut tout d'abord, sur la base d'une analyse historique, identifier un taux de défaut correspondant à la note<sup>3</sup>. Ensuite, ce taux de défaut doit être associé à une pondération.

**Tableau n° 34 : taux de défaut cumulé sur trois ans de référence sur longue période**

Standard and Poor's	AAA-AA	A	BBB	BB	B
Moody's	Aaa-Aa	A	Baa	Ba	B
Moyenne sur vingt ans du taux de défaut cumulé sur trois ans	0,10 %	0,25 %	1,00 %	7,50 %	20,00 %

Source : Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire

<sup>1</sup> La Banque de France, la Coface, DBRS, Fitch Ratings, Japan Credit Rating Agency, Moody's et Standard and Poor's.

<sup>2</sup> Le règlement européen sur les fonds propres bancaires, transposant les normes de « Bâle III », en cours de discussion au premier semestre 2012, prévoit que, désormais, toutes les agences enregistrées dans l'Union européenne seront « OEEC ».

<sup>3</sup> A cette fin, le Comité de Bâle a publié un guide méthodologique « de transposition », permettant d'apprécier, pour un « OEEC » donné le taux de défaut cumulé sur trois ans d'un ensemble d'émissions de même notation et de le comparer aux taux historiques de défauts agrégés pour les évaluations de crédit considérées comme de même niveau de risque.



En ce qui concerne, par exemple, les créances sur des entreprises, le Comité de Bâle propose la pondération ci-après :

**Tableau n° 35 : pondération des créances sur les entreprises notées**

Standard and Poor's	AAA-AA	A	BBB	BB	B
Pondération	20 %	50 %	100 %	100 %	150 %

Source : Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire

Ce système permet la comparaison de toutes les notes, quelle que soit l'agence de notation. Ainsi, selon le Comité de Bâle, une notation d'une entreprise estimée à AAA/AA correspond à une probabilité de défaut de 0,10 % sur une période de trois ans et sera associée à une pondération de 20 %.

Concrètement, une banque achète pour 50 millions d'euros d'une émission obligataire notée AAA ; la pondération ramène ce portefeuille à 10 millions d'euros (50 millions d'euros x 20 %). Si les fonds propres doivent correspondre à 8 % des actifs (tel que c'est le cas sous Bâle II), alors la banque devra inscrire 800 000 euros en fonds propres (8 % x 10 millions d'euros). Dans ce cadre, pour une émission obligataire de même montant notée B, les fonds propres représenteront 6 millions d'euros.

Suite à la crise des *subprimes* et afin d'améliorer la couverture des risques spécifiques associés aux risques de marché, et notamment aux produits titrisés, les recommandations de « Bâle II » ont été complétées par l'accord dit de « Bâle 2,5 » qui fait également référence aux notations.

En France, l'Autorité de contrôle prudentiel, responsable de la supervision bancaire, applique cette réglementation et reprend donc les préconisations du Comité de Bâle. Elle s'appuie notamment sur les notes émises par les trois principales agences de notation pour calculer les risques pris par les banques françaises.

**Ainsi, sous l'effet de la mise en place en Europe des règles de « Bâle II », l'usage réglementaire des agences de notation s'est mécaniquement étendu. Il conduit à une véritable institutionnalisation du rôle des agences de notation.**

Le Conseil de stabilité financière, organe créé par le G 20 de Londres en avril 2009<sup>1</sup>, a établi, avec l'appui du Comité de Bâle, une revue de l'utilisation des notations. Il est apparu que c'est la réglementation bancaire

---

<sup>1</sup> Le Conseil de stabilité financière, succédant au Forum de stabilité financière, regroupe des représentants des banques centrales, des régulateurs boursiers ainsi que des Trésors des pays membres du G 20 et des principales places financières internationales (notamment Hong-Kong et Singapour). D'autres organisations internationales, telles que le Comité de Bâle, sont associées à ses travaux.

pour la détermination du capital réglementaire qui fait le plus appel aux notations.

*c) Le rôle majeur des banques centrales*

Dans le cadre de leurs opérations de politique monétaire, les banques centrales demandent des garanties, telles que des titres financiers. Comme pour tout investisseur avisé, elles exigent que ces garanties – appelées « collatéral » – soient de bonne qualité. Pour ce faire, elles ont également recours aux agences de notation.

- (1) Un degré d'utilisation des notations très variable selon les banques centrales

Le degré d'utilisation des agences de notation est très variable selon les banques centrales et le type d'opérations considéré. Il est relativement faible pour des banques centrales comme la Réserve fédérale américaine, du fait du périmètre restreint des actifs éligibles en garantie pour la conduite de la politique monétaire.

En 2008, suite à la crise des *subprimes*, la Réserve fédérale américaine a lancé une initiative destinée à soutenir le marché de la titrisation, en particulier des prêts aux PME. En effet, le contexte était alors particulièrement défavorable à la titrisation alors que celle-ci était cruciale dans l'équilibre du marché des prêts aux PME. Dans ce cadre, dit Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), la banque centrale américaine a accepté en garantie des produits de titrisation de prêts aux PME. Toutefois, pour juger de leur bonne qualité, elle a eu recours aux agences de notation mais en l'assortissant d'une analyse de risque interne.

Le recours aux notations est en revanche plus significatif pour des banques centrales, comme la banque centrale suédoise, qui évaluent largement la qualité de crédit des actifs de marché sur la base des notations des agences. D'autres banques centrales, telles que la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, en font un usage intermédiaire : elles exigent une notation externe minimale, qui n'est qu'un indicateur parmi d'autres pour décider de l'éligibilité des actifs acceptés en garantie des opérations de crédit.

- (2) Au sein des banques centrales européennes, un recours important aux notes mais sans effet automatique

La Banque centrale européenne ainsi que le Système européen des banques centrales – l'ensemble formant l'Eurosystème – ont recours aux notations pour déterminer l'éligibilité des actifs acceptés en garantie. De même, le système de paiement intra-européen réservé aux gros montants, appelé Target, repose sur un système de garanties. Dans ce cadre, les banques centrales, gestionnaires du système, se réfèrent aux notations.

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne fixe les règles d'éligibilité des actifs admis en garantie en fonction de plusieurs critères : qualité, échéance, liquidité, devise de libellé, etc. La qualité est

déterminée au regard de la probabilité de défaut à un an de l'actif considéré de façon harmonisée pour l'ensemble de la zone euro. Tous les actifs sont notés d'une manière ou d'une autre.

Pour ce faire, le dispositif de l'Eurosystème d'évaluation de crédit reconnaît quatre références : les agences de notation ou « organismes externes d'évaluation de crédit » (OEEC), les systèmes d'évaluation du crédit développés par les banques centrales (notamment le FIBEN pour la Banque de France), les modèles internes développés par les banques et les outils de notation développés par des opérateurs tiers.

Le recours aux agences de notation s'inscrit dans le cadre réglementaire relatif aux fonds propres des banques (*cf. supra b*). **Toutefois, la reconnaissance par un superviseur national en tant qu'« OEEC » est une condition nécessaire mais pas suffisante pour permettre l'accès à l'Eurosystème.** Celui-ci impose en outre le respect d'un certain nombre de critères opérationnels. En particulier, un « OEEC » agréé est soumis à l'obligation de mettre à la disposition de l'Eurosystème les informations concernant ses évaluations. Il doit aussi donner les éléments permettant la comparaison des évaluations par rapport au seuil de qualité du crédit défini par l'Eurosystème. Il se réserve le droit de ne pas accepter les notes d'un « OEEC » s'il juge ses performances insuffisantes.

**Ainsi, quatre agences « OEEC » enregistrées dans l'Union européenne sont actuellement acceptées par l'Eurosystème : Standard and Poor's, Moody's, Fitch et DBRS.**

Depuis 2008, l'Eurosystème différencie trois paliers de défaut : le risque 1 correspond à une probabilité de défaut inférieure à 0,10 % et le risque 2 à une probabilité de défaut comprise entre 0,10 % et 0,40 %. Le risque 3 se situe au-delà de 0,40 %.

Les correspondances entre l'échelle de notations et les probabilités de défaut retenues par l'Eurosystème sont résumées ci-dessous.

**Tableau n° 36 : correspondance entre les échelles de notation et les probabilités de défaut retenue par l'Eurosystème**

		<i>Classement de la qualité du crédit du point de vue de la Banque centrale européenne</i>		
		<b>Risque 1</b> (probabilité de défaut de 0,1 %)	<b>Risque 2</b> (probabilité de défaut entre 0,1 % et 0,4 %)	<b>Risque 3</b> (probabilité de défaut au-delà de 0,4 %)
<b>Long terme</b>	<b>DBRS</b>	AAA/AAH/AA/AAL	AH/A/AL	BBBH/BBB
	<b>Fitch</b>	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-
	<b>Moody's</b>	Aaa/Aa1/Aa2/Aa3	A1/A2/A3	Baa1/Baa2/Baa3
	<b>Standard and Poor's</b>	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-

Source : Banque de France

**L'Eurosystème a fait évoluer sa réglementation interne non pas pour supprimer toute référence aux notations, mais pour limiter leur impact automatique.** Ainsi, la Banque de France indiquait, en réponse au questionnaire adressé par le Sénat, que « *jusqu'en octobre 2008, l'Eurosystème visait une probabilité de défaut inférieure à 0,1 % ; la crise a alors conduit à relever le plafond à 0,4 %. En début d'année 2012, des élargissements ont été autorisés de façon temporaire sur une base nationale et après validation par le Conseil des gouverneurs de la BCE : la Banque de France a ainsi intégré des actifs dont la probabilité de défaut à un an va jusqu'à 1 %* ».

La Banque de France<sup>1</sup> explique « *aujourd'hui, nous allons jusqu'à des signatures équivalentes à un double B, évidemment avec des décotes appropriées* ». Concrètement, la Banque de France accepte des titres de moindre qualité, ce que, dans l'absolu, elle n'aurait pas fait avant la crise. En revanche, les banques centrales opèrent un ajustement sur la quantité : pour garantir la même opération, il est nécessaire d'apporter un plus grand nombre de titres notés BB que de titres notés AAA.

La Banque de France considère que « ***pour les titres négociables, les notations d'agences restent des références incontournables [...]. Mais cette dépendance est limitée par trois éléments : seule la meilleure notation des titres non adossés à des actifs est retenue par l'Eurosystème, ce qui rend l'éligibilité moins sensible aux éventuelles dégradations décidées par l'une ou l'autre des agences de notation.***

« *En second lieu, la notation n'est pas le seul critère retenu dans notre analyse. Ainsi, les ABS à structure complexe ne sont pas éligibles, quelles que soient les notations obtenues. A l'inverse, des titres souverains des pays sous programme sont restés éligibles alors que leur notation tombait en deçà des seuils de droit commun. Nous favorisons progressivement les*

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 27 mars 2012.

*produits dont les acteurs de marché sont à même de juger de la qualité, sans avoir besoin de recourir mécaniquement à la notation des agences ».*

**À la fin 2011, sur les 2 017 milliards d'euros de garanties déposées auprès de l'Eurosystème, 75 % étaient admis sur la base d'une notation émise par une agence. Les notations d'agences sont et restent encore aujourd'hui des références incontournables, d'abord pour des institutions telles que les banques centrales.**

*La Banque de France considère d'ailleurs « que la suppression totale pour les banques centrales du recours aux notations externes n'est pas une mesure souhaitable. Cela poserait en effet des difficultés majeures, d'ordre technique et politique. Compte tenu de la diversité des actifs éligibles [...], cela nécessiterait des investissements considérables (moyens humains, bases de données), afin de disposer d'une capacité d'analyse crédit équivalente à celles des agences externes sur l'ensemble des actifs susceptibles d'être remis en collatéral. Cela exposerait également les banques centrales à des risques de conflit d'intérêts, en particulier sur l'évaluation du risque de crédit des souverains de la zone euro ».*

Néanmoins, l'Eurosystème a su faire évoluer ses procédures afin de conserver les notations tout en limitant leur impact automatique sur les garanties acceptées par lui.

*d) Une délégation de fait de la fonction réglementaire, clé du fonctionnement de l'industrie de la notation*

**La référence mécanique aux notations dans le cadre réglementaire a institutionnalisé le rôle des agences de notation et assuré en grande partie leur développement.**

Les États, en déléguant cette fonction réglementaire ont conforté la légitimité des agences. Ainsi, au principe de réputation fréquemment évoqué comme fondement de l'industrie de la notation, vient s'imposer celui de la « licence réglementaire » théorisée notamment par les travaux universitaires de Frank Partnoy<sup>1</sup>. Selon cette analyse, **une fois la référence aux notations inscrite durablement dans les réglementations, les agences de notation ne commercialisent non plus de simples opinions mais des droits d'accès réglementés c'est-à-dire des licences permettant à l'entité notée et aux investisseurs de bénéficier favorablement des règles en vigueur.**

Face au diagnostic reconnu des risques liés à une dépendance mécanique aux notations, ainsi qu'à la montée des discours visant à une « désintoxication » des régulateurs, les principales agences de notation s'élèvent officiellement contre l'utilisation réglementaire faite de leurs notations.

---

<sup>1</sup> Cf. « *How and why Credit rating Agencies are not like other gatekeepers* », mai 2006, Université de San Diego.

Afin de se dégager de toute responsabilité, elles soulignent tout particulièrement dans leur communication que leurs notations ne visent pas à correspondre à un taux de défaut absolu et qu'elles n'ont pas été conçues à des fins d'utilisation réglementaire.

### **La communication des agences pour se dégager de toute responsabilité sur l'utilisation de leurs notes**

#### ***Les notations de crédit sont-elles un instrument de mesure absolu de la probabilité de défaut ?<sup>1</sup>***

*« Dans la mesure où il existera toujours des événements imprévisibles, la notation de crédit ne peut être une science exacte. C'est pourquoi les notations émises par Standard and Poor's sont des opinions et ne sont pas conçues comme des garanties de la qualité de crédit ou de la mesure exacte de la probabilité qu'un émetteur particulier ou une émission de titres fasse défaut. »*

*Au contraire, les notations expriment des opinions relatives sur la solvabilité d'un émetteur ou sur la qualité d'une émission de titres, de la plus forte à la plus faible, au sein du référentiel global du risque de crédit. La probabilité de défaut est l'élément primordial de notre analyse de solvabilité.*

*Ainsi, Standard and Poor's considère qu'une obligation notée AA possède une meilleure qualité de crédit qu'une obligation notée BBB. Pour autant, la notation AA ne garantit aucunement l'absence de défaut mais représente, seulement, sur le fondement de notre opinion, une moindre probabilité de défaut qu'une notation BBB. »*

*Source: site internet de Standard and Poor's*

---

#### ***Les limites à l'utilisation des notations<sup>2</sup>***

*« Bien que les notations puissent être utilisées par les autorités bancaires pour classer des actifs dans le cadre de la procédure d'évaluation bancaire, les notations de Moody's ne sont pas conçues avec ces procédures à l'esprit. »*

*Le jugement de Moody's quant à l'opportunité pour une banque d'investir ou non dans une obligation n'est pas contenu dans les notations de Moody's. »*

*Source: site internet de Moody's*

---

<sup>1</sup> "Since there are future events and developments that cannot be foreseen, the assignment of credit ratings is not an exact science. For this reason, Standard and Poor's ratings opinions are not intended as guarantees of credit quality or as exact measures of the probability that a particular issuer or particular debt issue will default. Instead, ratings express relative opinions about the creditworthiness of an issuer or credit quality of an individual debt issue, from strongest to weakest, within a universe of credit risk. The likelihood of default is the single most important factor in our assessment of creditworthiness. For example, a corporate bond that is rated 'AA' is viewed by Standard and Poor's as having a higher credit quality than a corporate bond with a 'BBB' rating. But the 'AA' rating isn't a guarantee that it will not default, only that, in our opinion, it is less likely to default than the 'BBB' bond."

<sup>2</sup> "Though ratings may be used by the banking authorities to classify bonds in their bank examination procedure, Moody's ratings are not made with these bank regulations in mind. Moody's Investors Service's own judgement as to the desirability or non-desirability of a bond for bank investment purposes is not indicated by Moody's ratings."

---

**Comprendre les notations de crédit – Limites et précautions d'usage<sup>1</sup>**

« Les notations sont des mesures relatives du risque ; par conséquent, le fait de noter des entités ou des obligations dans une même catégorie peut ne pas refléter les légères différences dans le degré de risque. La notation de crédit, en tant qu'opinion sur un classement relatif de probabilité de défaut, n'implique ni ne fournit un indicateur de la probabilité statistique de faire défaut, malgré les historiques de défaut publiés par l'agence qui peuvent être mesurés au regard des notations au moment du défaut. Les notations sont des opinions sur une qualité relative de crédit et non une mesure prédictive de la probabilité de défaut spécifique. »

Source: site internet de Fitch

La dépendance réglementaire aux agences de notation a eu une conséquence majeure pour l'ensemble des acteurs des marchés obligataires.

Les investisseurs ont été forcés de se référer aux notations, sous peine de se retrouver avec des titres délaissés et dont le potentiel boursier devenait très limité, voire perdait même toute attractivité. L'enquête<sup>2</sup> réalisée par l'IFOP pour le Sénat auprès des investisseurs professionnels (français) sur la confiance portée aux agences de notation montre que **18 % d'entre eux sont obligés d'acheter des titres ayant reçu une certaine note par une réglementation externe.**

## **2. Le rôle des investisseurs et des pratiques de place dans la dépendance des marchés aux agences de notation**

Les investisseurs et autres acteurs de marché ont tiré les conséquences de l'institutionnalisation des notations.

### *a) Une externalisation de l'évaluation du risque à l'échelle mondiale*

Dès 2003, le rapport du régulateur boursier américain, la SEC, sur le rôle des agences de notation dans les opérations de marché soulignait le rôle significatif des notations dans les politiques d'investissement. De la même façon, le rapport 2004 de l'Autorité des marchés financiers sur les agences de notation indiquait qu'en France « le portefeuille de titres de dettes

---

<sup>1</sup>“Ratings are relative measures of risk; as a result, the assignment of ratings in the same category to entities and obligations may not fully reflect small differences in the degrees of risk. Credit ratings, as opinions on relative ranking of vulnerability to default, do not imply or convey a specific statistical probability of default, notwithstanding the agency's published default histories that may be measured against ratings at the time of default. Credit ratings are opinions on relative credit quality and not a predictive measure of specific default probability.”

<sup>2</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

*des OPCVM<sup>1</sup> obligataires et des OPCVM de trésorerie est conditionné quasiment en totalité à la qualité des signatures telle qu'elle est évaluée par les agences ».*

Malgré leurs limites en tant qu'outil d'évaluation du risque, une grande partie des investisseurs utilisent les notations comme **un moyen d'analyse simple, rapide et peu coûteux**.

La part faite aux notations des agences peut varier grandement d'un investisseur à l'autre : certains investisseurs ont une politique de gestion de risque très contrainte par les notations des agences, pour d'autres la notation n'est qu'un des éléments utilisés pour juger de l'attractivité d'un actif.

L'enquête réalisée par l'IFOP pour le Sénat auprès des investisseurs professionnels (français) sur la confiance portée aux agences de notation montre que 64 % d'entre eux disent que *« les notes attribuées par les agences de notation influencent leurs choix d'investissement »*, même si 52 % affirment *« qu'il ne s'agit que d'une critère parmi d'autres »*<sup>2</sup>.

Alors même que nombre d'investisseurs disposent de leur propre capacité d'analyse de risques, la notation reste donc souvent déterminante dans leurs choix d'investissement. Ainsi, la banque suisse UBS aurait fondé son analyse de risque pour certains produits titrisés liés au marché hypothécaire américain sur les seules notations des agences et aurait dû provisionner à ce titre 50 milliards de dollars sur cette classe d'actifs fin 2007, dont environ 50 % étaient pourtant notés AAA<sup>3</sup>.

**Dans bien des cas, il ne s'agit plus d'une exigence de nature réglementaire, mais d'une culture d'investissement.**

Peter Etzenbach, en charge des investissements d'Allianz France<sup>4</sup> juge que la notation peut être un signal d'alarme : *« la dégradation de la note de certains investissements lance un signal qui me permet d'agir ou non »*. Elle est aussi un outil de mesure des performances et de communication tant interne qu'externe : *« la notation est utilisée pour notre communication interne et externe, pour montrer la qualité de notre portefeuille. Elle valide nos choix auprès de nos assurés »*.

**Les performances des gestionnaires de fonds obligataires et leurs objectifs de rendement et de risque sont habituellement comparés à des portefeuilles de référence (benchmark) conçus sur la base de titres notés.** A titre d'exemple, on peut mentionner en Europe les indices *« EuroMTS Investment grade Broad »*. Ils mesurent la performance des obligations de la

---

<sup>1</sup> Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

<sup>2</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

<sup>3</sup> Source : Anne Sibert (Université de Londres et CEPR), dans une note transmise au Parlement européen *« Rating agencies-Role and influence of their sovereign credit risk assessment in the euro area, monetary dialogue, december 2011 »*.

<sup>4</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.



zone euro notées « *investment grade* » (notation comprise entre AAA et BBB - ) par au moins deux des plus importantes agences de notation.

Même les investisseurs n'utilisant pas les notations s'y trouvent confrontés. Eric Le Coz, directeur général adjoint de Carmignac gestion<sup>1</sup>, précise ainsi : « *Nous nous référons très peu aux agences de notation. Nous ne pouvons pas nous en affranchir pour autant, puisque le marché reçoit des pressions pour s'aligner sur les notations ... Pourquoi ne pas acheter de la dette espagnole ou italienne ? Les rendements sont attractifs. Mais si cela va mal, si je dois en sortir, à qui vais-je revendre ? En cas de dégradation, plus personne n'aura le droit d'en acheter, je ne pourrai pas prendre ma perte ou changer mon fusil d'épaule* ».

Les autres intervenants de marché (courtiers, chambres de compensation...) s'appuient aussi largement sur les notations face à des marchés financiers dont le volume et la complexité vont croissants. Les notations de crédit sont utilisées pour déterminer le montant et la qualité des garanties acceptables exigés notamment dans les opérations sur instruments dérivés. Par exemple, une chambre de compensation calcule chaque jour l'exposition de ses membres les uns vis-à-vis des autres. En fonction des risques estimés, elle va demander à certains d'entre eux de déposer plus de garanties, appelées dans ce cadre « appels de marge », qui sont censées assurer la stabilité du système. Le montant et la fréquence des appels de marge sont donc aussi conditionnés par les notations.

*b) Des restrictions formelles d'investissement s'appuyant sur les notations*

Patrick Barbe, en charge de la gestion obligataire européenne chez BNP Paribas, explique : « *tous les clients professionnels, du fonds de pension nordique à la banque centrale asiatique, qui ont des années de réserves devant eux, ont fixé leurs règles de gestion en fonction du rating : pas de limite pour le triple A, limite pour le double A, pas plus de 5 % pour le A, interdiction ensuite* »<sup>2</sup>. L'enquête<sup>3</sup> réalisée par l'IFOP pour le Sénat auprès des investisseurs professionnels (français) sur la confiance portée aux agences de notation montre que **22 % d'entre eux sont obligés d'acheter des titres ayant reçu une certaine note par une réglementation interne.**

Carol Sirou, présidente de Standard and Poor's France, déclare pour sa part : « *j'ai vu hier une brève sur un fonds de pension allemand, qui ne sait plus comment placer son argent, puisque ses statuts lui interdisent d'investir dans des papiers qui ne seraient pas notés AAA par les trois agences* »<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.

<sup>2</sup> Même audition.

<sup>3</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

<sup>4</sup> Audition devant la commission des finances du Sénat, mercredi 18 janvier 2012.

Certaines de ces restrictions sont fondées sur des contraintes d'ordre réglementaire, par exemple en ce qui concerne les organismes de placement dits monétaires (marché de la dette à court terme). Même en l'absence de contrainte réglementaire, les fonds obligataires, les fonds de pension et les compagnies d'assurance recourent largement aux notations. **C'est en fonction de leur notation qu'ils déterminent l'allocation d'actifs en fixant des seuils minimum et maximum de détention de titres.** Ils imposent à leurs gestionnaires d'actifs des restrictions d'investissement s'appuyant sur ces notations.

Il peut s'agir, par exemple, d'une mutuelle se dotant d'un règlement pour sa politique d'investissement dans lequel il est explicitement mentionné qu'elle devra investir une proportion donnée dans certains produits en fonction de leur notation.

Il arrive également que, dans le cadre d'un mandat de gestion, une société de gestion soit contrainte d'investir tout ou partie des fonds qu'elle gère en fonction de notations.

*c) Des clauses liées aux notations dans les contrats privés*

Les notations jouent également un rôle significatif dans le cadre d'opérations financières ou commerciales. Ainsi, les notes attribuées à une entreprise lors d'une émission obligataire peuvent être insérées dans des clauses contingentes qui modifient les modalités de remboursement d'un crédit en cas de modifications de la notation.

Ces clauses visent à faciliter la levée de fonds par les emprunteurs en offrant des protections supplémentaires aux créanciers. Intégrées dans les contrats d'émission obligataire comme dans les accords de financement bancaire, elles prévoient, par exemple, une hausse des intérêts versés ou un remboursement anticipé (clause d'accélération) lorsque la situation financière de l'emprunteur évolue dans un sens défavorable. L'élément déclencheur de ces clauses est souvent une dégradation de la notation de l'emprunteur.

Destinées à faciliter la levée de fonds par les emprunteurs en offrant certaines protections aux créanciers, ces clauses, peuvent conduire à une crise de liquidité pour l'émetteur concerné. Cette situation potentiellement catastrophique avait été soulignée dans le cas de la faillite d'Enron et des difficultés d'AIG (*cf. infra*).

Il est difficile, en raison de leur nature privée, d'estimer l'importance des clauses contingentes.

### **3. Le rôle renforcé des notations dans le développement des produits structurés**

#### *a) La notation comme partie intégrante de l'élaboration des titrisations*

Le marché des produits structurés dépend directement des notations émises par les agences.

Elles tiennent un rôle central dans le processus même de titrisation. En effet, si la nature de la notation des produits titrisés est identique à celle des entreprises - l'agence de notation doit émettre une opinion sur la capacité des actifs titrisés à faire face au remboursement de la dette – le processus est tout autre.

**Les agences interviennent en amont car la structuration consiste notamment à établir des « tranches » au sein du produit titrisé qui obtiennent des notes différentes, dont une au moins bénéficie d'un AAA. La notation est ici un objectif sur la base duquel le produit est élaboré et non plus une opinion délivrée *ex post*.**

Le processus de titrisation - la sélection des créances dites sous-jacentes, leur regroupement, leur découpage ainsi que les montages juridiques - ne permet généralement pas à l'investisseur de procéder facilement à sa propre évaluation du risque. Cette complexité fait de la notation un label qui conditionne le placement du produit structuré.

Le succès des opérations de titrisation tient aussi au fait qu'elles permettent de transformer partiellement des actifs ne bénéficiant pas des meilleures notations en des tranches dites « seniors » bénéficiant de la meilleure notation. Ainsi, un fonds dont le portefeuille est limité à des actifs de la catégorie « investissement » peut investir dans une tranche de titrisation notée AAA adossée à des actifs notés B qui lui seraient autrement interdits.

#### *b) La notation comme obligation réglementaire en France*

En faisant de la notation une obligation réglementaire, le législateur français a lié très tôt **titrisation et notation**. L'article L. 214-44 du code monétaire et financier prévoit implicitement l'obligation de notation pour tout titre émis par un véhicule de titrisation français - Fonds commun de créances devenu Fonds commun de titrisation ou Société de titrisation - faisant l'objet d'un appel public à l'épargne.

Dans son appréciation de la qualité des produits structurés reçus en garantie, l'Eurosystème exige au minimum deux évaluations de crédit établies par des « OEEC » agréés. Il applique la règle, dite de la « deuxième meilleure note », selon laquelle le produit n'est pas accepté en garantie si la deuxième meilleure note n'est pas supérieure aux standards requis par les règles de l'Eurosystème. Par exemple, un produit structuré X peut être accepté en garantie sous réserve qu'il soit noté AAA. Il bénéficie de deux notations :

AAA et AA+. En application de la règle de la « deuxième meilleure note », le produit ne sera pas accepté.

#### **4. Le chantier souhaitable, mais encore incantatoire, des alternatives aux notations**

Dès janvier 2002, lors des auditions du Sénat américain sur l'affaire Enron, deux universitaires, J. R. Macey et J. DuPratt White conseillaient aux autorités de renoncer à l'utilisation des notations de crédit à des fins de régulation<sup>1</sup>.

Après la crise financière, la Commission européenne a demandé à un groupe de haut niveau, présidé par Jacques de Larosière, de lui remettre un rapport sur la supervision financière dans l'Union européenne. Le rapport, remis le 25 février 2009, a notamment préconisé la création de véritables agences européennes de supervision, donnant naissance à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).

S'agissant des agences de notation, le rapport Larosière, dans des termes marqués de pessimisme, soulignait : *« le fait que certaines réglementations financières imposent l'utilisation de notations pose un certain nombre de problèmes, mais cette utilisation est sans doute inévitable à ce stade. Toutefois, il faudrait la réduire considérablement à plus longue échéance »*. Il recommande à cette fin que *« l'utilisation des notations soit progressivement fortement réduite dans les réglementations financières »*.

A la demande du G 20, le Conseil de stabilité financière<sup>2</sup>, a remis, le 27 octobre 2010, un rapport fixant les grands principes de la désintoxication (*« Principles for reducing Reliance on CRA ratings »*). Il préconise ainsi de **supprimer ou remplacer les références aux notations dans la législation, après en avoir fait un inventaire, et incite les acteurs de marché à procéder à leur propre évaluation**. Il ne s'agit pas de remplacer la notation par une autre mesure unique du risque, mais plutôt d'éliminer la dépendance mécanique aux notations. Un certain nombre de mesures concrètes sont proposées concernant la réglementation bancaire parmi lesquelles figurent l'obligation de publication de la proportion des actifs bancaires ne faisant pas l'objet d'une analyse interne du risque, l'obligation de soumettre les grands risques à une analyse interne du risque, voire l'augmentation des contraintes en fonds propres pour les actifs pondérés par des notations.

---

<sup>1</sup> *Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of securities market, U.S. Securities and Exchange Commission. Janvier 2003.*

<sup>2</sup> *Le Conseil de stabilité financière regroupe des représentants des banques centrales, des régulateurs boursiers ainsi que des Trésors des pays membres du G 20 et des principales places financières internationales (notamment Hong-Kong et Singapour). D'autres organisations internationales, telles que le Comité de Bâle, sont associées à ses travaux.*

Depuis, les législateurs et les régulateurs affichent leur intention de revisiter le pouvoir réglementaire transféré jusqu'alors aux agences de notation, de reconsidérer les notations et le sens qui leur est attaché.

L'enquête<sup>1</sup> réalisée par l'IFOP pour le Sénat auprès des investisseurs professionnels sur la confiance portée aux agences de notation souligne le scepticisme profond des investisseurs sur ce sujet. **58 % des investisseurs pensent qu'il n'est pas souhaitable que les réglementations internes et externes ne fassent plus référence aux notations des agences. Ceci témoigne a minima de l'effort de conviction restant à accomplir.**

*a) Aux États-Unis, une loi sans effets réels*

La loi Dodd-Frank de juillet 2010 prévoit, avec mise en **application au 21 juillet 2012, la suppression et/ou le remplacement des références explicites aux notations de crédit**. Toutes les agences ou autorités publiques des États-Unis ont ainsi l'obligation de déterminer les alternatives appropriées à la notation externe dans les législations et règles dont elles ont la charge.

La loi Dodd-Frank établit la liste des références explicites aux notations de crédit devant être supprimées des différents textes législatifs. Ces références sont remplacées par la mention « *conforme aux critères de qualité de crédit que (le régulateur compétent) doit définir* ».

La loi accordait également un délai d'un an aux régulateurs pour dresser l'inventaire des références aux notations dans leurs réglementations.

Les différents régulateurs ont publié les inventaires des références réglementaires mais, à ce jour le travail de définition de la qualité de crédit est encore largement incomplet. Aucune règle définitive n'a encore été adoptée. Les propositions avancées relèvent pour l'instant plutôt d'un **glissement sémantique**. Si elles suppriment effectivement les références explicites aux notations, elles mêlent généralement des notions de liquidité et de risque de crédit, ce dernier pouvant être estimé, soit en interne, soit en externe à travers, justement, les notations des agences.

Lors de son déplacement aux États-Unis, le Sénat a pu constater le peu de progrès réalisé sur ce terrain. À titre d'exemple, le régulateur boursier, la SEC a, à ce jour, proposé la définition suivante de la notion de « qualité de crédit » : « *un risque de crédit modéré, et suffisamment liquide pour que le titre puisse être vendu à la valeur affichée ou approchant dans un délai raisonnablement court ; évaluation du risque de crédit sur la base de divers éléments (analyses, statistiques, données de marché...) internes et externes* ».

Certains indices de marché pourraient permettre de mesurer ou d'évaluer un risque en lieu et place des notations. Par exemple, le niveau des *spreads*, c'est-à-dire le différentiel de taux d'intérêt entre deux obligations

---

<sup>1</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

de même nature, telles que l'OAT française et le Bund allemand, révèle une information sur la perception par le marché du risque attaché à ces obligations. Ainsi, avant la dégradation de la France, l'État allemand se finançait déjà à des conditions légèrement plus favorables que l'État français, malgré une note AAA accordée aux deux États. Cela signifie que le marché considérait que le risque souverain français était légèrement supérieur au risque souverain allemand.

De même, le prix des CDS peut dévoiler une information. Les « *credit default swaps* » ou CDS sont des produits d'assurance contre le défaut d'un émetteur. *A priori*, le prix élevé d'un CDS prouve qu'il existe une forte demande pour ce produit, c'est-à-dire qu'un grand nombre d'investisseurs font l'analyse qu'il existe un risque de crédit et cherche à s'en protéger.

Les *spreads* et les prix des CDS peuvent être utilisés pour jauger la perception d'un risque par le marché. A certains égards, ils sont même plus fins que la notation puisque le risque de liquidité est également pris en compte alors que la notation ne porte que sur le risque de solvabilité<sup>1</sup>.

Pour autant, il semble difficile de se satisfaire de ces outils de marché. En effet, leur principale caractéristique est d'être volatile. Le marché des CDS souverains de la zone euro est en outre particulièrement étroit et spéculatif. De tels outils reflètent l'opinion du marché sur un risque à un instant t. A ce titre, s'ils devaient être intégrés dans les modèles d'appréciation du risque, ils seraient fortement procycliques et source d'instabilité.

*b) En Europe, un inventaire en cours, sans solution concrète*

Les régulateurs européens se sont attachés à la « désintoxication » plus tardivement qu'aux États-Unis. La première phase de la réglementation en Europe s'est focalisée sur l'enregistrement et le contrôle des agences de notation. La question de la dépendance est notamment traitée dans la proposition de modification du règlement européen sur les agences de notation en cours de discussion au premier semestre 2012. Néanmoins, l'approche retenue relève plutôt de l'incitation à la désintoxication que d'actions normatives ou coercitives.

Ainsi, la proposition de modification du règlement incite les différents acteurs financiers, ainsi que les régulateurs et superviseurs européens, à ne pas recourir exclusivement ou mécaniquement aux notations externes. S'agissant des produits structurés, elle impose aux émetteurs la publication d'information sur les actifs sous-jacents ainsi que, presque paradoxalement, la notation par deux agences.

---

<sup>1</sup> Pour un créancier, le risque de solvabilité mesure la probabilité de perdre la totalité de sa créance. Le risque de liquidité se traduit par l'impossibilité de vendre sa créance à son prix.

Dans le cadre des travaux préparatoires à cette proposition, la Commission européenne a procédé à un recensement des références aux notations de crédit externes dans la réglementation européenne<sup>1</sup>.

Il s'agit notamment :

- de la réglementation bancaire (directives sur les fonds propres bancaires, dites CRD « *capital requirement directive* ») ;
- de la réglementation des assurances (directives dites « Solvabilité ») ;
- de la réglementation des fonds d'investissement, notamment des fonds monétaires ;
- des obligations d'information pour les titres admis sur des marchés réglementés (directive Prospectus)
- du dispositif de l'Eurosystème d'évaluation de crédit.

En France, par exemple, l'article D. 213-3 du code monétaire et financier dispose que « *les émetteurs doivent rendre publique une notation de leur programme d'émission, obtenue auprès d'une agence spécialisée figurant sur une liste arrêtée par l'autorité administrative compétente ou, le cas échéant, disposer d'un garant bénéficiant d'une telle notation* ».

**À des fins d'exemplarité pour la France, les pouvoirs législatif et exécutif devraient procéder à un inventaire de ce type de référence dans le code monétaire et financier de sorte qu'aucune disposition ne contribue à l'institutionnalisation des agences de notation.**

*c) Un constat de progrès limité par l'absence d'alternatives pratiques*

Le premier rapport d'étape du Conseil de stabilité financière publié en février 2012 évoque des progrès modestes. Il dénonce l'absence de visibilité et d'échéances dans le calendrier d'avancement.

**Il ne suffit pas de mettre en œuvre un déréférencement des notations dans les législations, les réglementations et les pratiques mais bien, et c'est là où la difficulté réside, d'envisager des alternatives crédibles, mêlant notations internes, notes des agences et paramètres de marché, tels que la liquidité et la volatilité.**

Ces solutions nécessitent une plus grande transparence dans les informations financières afin de rétablir autant que possible une symétrie d'information entre les acteurs de marché, fonction aujourd'hui assumée en partie par les agences de notation<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Rapport de la Commission européenne du 5 novembre 2010 sur les références aux notations de crédit dans la réglementation financière communautaire.

<sup>2</sup> L'Eurosystème a pris dans ce domaine une initiative visant à mettre en place des obligations d'information, prêt par prêt, pour les titres adossés à des actifs (ABS) admis en collatéraux et à mettre à terme à disposition une base de données.

La Banque centrale européenne utilise massivement et entend conserver l'usage des notations dans le futur. Elle recherche moins la suppression de la notation que l'élimination de ses effets automatiques.

De fait, il s'agit probablement d'une piste plus réaliste, à court terme du moins. Car, pour qu'une réelle « désintoxication » aboutisse, il faudrait que l'ensemble des acteurs concernés – investisseurs, banques centrales, régulateurs, etc. – développent des modèles propres de mesure du risque, chacun se livrant désormais à son analyse du risque.

Ce faisant, le système financier connaîtrait une transition majeure où l'analyse du risque ne serait plus unique, harmonisée et mondiale, mais plurielle, hétérogène et locale. **Une telle évolution doit en particulier reposer sur un renforcement des pouvoirs des superviseurs bancaires et financiers, mais aussi sur une harmonisation de leurs méthodes de contrôle.** En effet, un modèle interne d'analyse doit malgré tout être un modèle solide et efficace. Or l'hétérogénéité risque de conduire certains investisseurs, de manière délibérée ou non, à utiliser des modèles inopérants qui les exposeraient à des risques inconsidérés.

### ***C. DES DÉCISIONS POTENTIELLEMENT LOURDES DE CONSÉQUENCES, UN STATUT DE LA NOTATION À REDÉFINIR***

Si les agences de notation continuent à affirmer que leurs notes ne sont que de simples opinions, que les investisseurs sont libres de suivre ou non, la crise financière de 2008 a confirmé l'impact économique considérable des décisions des agences. Les agences portent notamment une lourde part de responsabilité dans le déclenchement de la crise systémique des *subprimes* : elles ont attribué des notes élevées à des produits dont elles étaient incapables d'évaluer réellement le risque de défaut, alimentant ainsi la « bulle » qui s'est constituée autour de ces actifs financiers.

Les notes ne sont plus de simples opinions ; leur statut doit évoluer. L'information produite doit être de meilleure qualité.

#### **1. L'impact économique avéré de la notation**

Les décisions des agences ont un effet sur le prix des obligations mais aussi sur celui des actions. L'impact de leurs décisions n'est cependant pas linéaire et l'on observe d'importants effets de seuil.

##### *a) Un effet sur le prix des actifs*

Dans son rapport annuel pour l'année 2004, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a procédé à une revue de la littérature économique relative à l'impact des agences de notation sur les émetteurs et les marchés financiers. Elle l'a complétée, en début d'année 2006, en publiant deux études empiriques



consacrées à l'impact des décisions d'agence sur les actions des entreprises françaises et sur les nouveaux produits obligataires en Europe.

Il ressort de ces études que **les notes émises par les agences ont un effet avéré sur le prix des obligations mais aussi sur celui des actions**. Les notes émises constituent un élément explicatif du prix des actifs financiers, dans un sens conforme à l'intuition : une dégradation de la note pèse sur le prix de la dette, et sur le cours des actions, tandis qu'un rehaussement de la note produit l'effet inverse.

D'un point de vue théorique, l'effet de la notation sur le prix des obligations peut s'exercer au travers de deux canaux de transmission : soit directement par l'information nouvelle que la notation transmet au marché, soit indirectement en raison de l'application de règles contractuelles ou émanant de la réglementation. Comme on l'a vu précédemment, de nombreux gestionnaires sont tenus de se cantonner à certaines catégories d'actifs, généralement bien notés. Une baisse de la notation les conduit donc à céder leurs titres, ce qui entraîne une diminution de leur valeur.

Bien que les agences s'intéressent uniquement aux émissions obligataires, l'effet de la notation peut se diffuser sur le marché des actions : d'une part, parce que toute modification de note est susceptible de modifier les coûts de financement de l'entreprise, et donc d'améliorer ou d'amoinrir sa rentabilité ; d'autre part, parce que la décision de l'agence peut traduire un changement d'appréciation des perspectives de croissance de l'entreprise, ce qui pèse alors sur les anticipations de profits futurs.

Une étude réalisée à partir de données américaines a montré que les dégradations de notes conduisent à une baisse significative des cours, à la fois dans la période précédant le changement de notation et dans la période qui le suit immédiatement. **En cumulé, sur une période de six mois, la baisse des cours atteint 18 % pour une dégradation décidée par Moody's, 26 % pour Standard and Poor's et 33 % pour Fitch<sup>1</sup>.**

L'effet des changements de notes apparaît asymétrique : les abaissements de notes ont davantage d'influence sur le marché que les hausses de même ampleur. Cette différence peut s'expliquer par l'aversion au risque des investisseurs, qui les conduit à réagir plus vivement à de mauvaises nouvelles, et par une meilleure anticipation des relèvements de note, les entreprises pouvant être plus enclines à communiquer sur les évolutions favorables qu'elles connaissent plutôt que sur les informations susceptibles de peser sur les marchés.

---

<sup>1</sup> Cf. « *L'impact des décisions d'agence : une comparaison du cas des actions françaises avec l'expérience internationale* », étude réalisée par Evguenia Iankova, Florent Pochon, Jérôme Teïletche - IXIS CIB service de la recherche, publiée par l'AMF (31 janvier 2006), p. 10.

*b) Des effets de seuil*

**L'impact d'un changement de note n'est pas linéaire : une dégradation a des effets plus sensibles pour les émetteurs mal notés que pour ceux qui ont des notes élevées.** Le passage de la catégorie « investissement » à la catégorie spéculative a des effets particulièrement notables, ce qui peut s'expliquer par les règles appliquées par les gestionnaires de fonds, qui limitent souvent le champ de leurs investissements aux seuls titres notés dans la catégorie « investissement ».

Ainsi, une dégradation d'un ou deux crans peut, si elle fait passer la note dans la catégorie spéculative, entraîner des ventes massives et une chute de la valeur du titre. Cet « **effet falaise** », ou *cliff effect* en anglais, n'est pas dû aux agences elles-mêmes mais aux règles que s'imposent les détenteurs de fonds. Sur ce point, François Veverka, ancien directeur général de Standard and Poor's Europe, souligne que l'on a presque confié aux agences « *un droit de vie ou de mort : si la note d'un émetteur est dégradée, sa dette n'est plus éligible pour tel ou tel investissement, ses papiers ne sont plus utilisables comme garantie auprès d'une banque centrale, etc.* »<sup>1</sup>.

Le développement dans les contrats de **clauses contingentes** a aggravé ces effets de seuil (*cf. supra*). Une décision de dégradation peut donc, du fait de ces clauses, avoir des conséquences tout à fait disproportionnées. Les clauses contingentes amplifient la sensibilité de l'émetteur à toute dégradation de son environnement ou de sa situation propre. Une entreprise qui rencontre un problème de liquidité peut rapidement se retrouver insolvable en raison de l'activation de ces clauses, comme l'illustre le cas du groupe californien Pacific Gas and Electric Corporation au début de l'année 2001.

**Le cas du groupe Pacific Gas and Electric (PGE) Corporation**

En janvier 2001, la notation de la holding et de sa filiale PGE Company a été dégradée dans la catégorie spéculative.

Cette dégradation a entraîné la suppression des facilités de crédit initialement accordées à PGE Company, la baisse de la notation constituant un défaut selon les termes du contrat. De plus, les contreparties de PGE Corporation ont immédiatement exigé les garanties de crédit additionnelles prévues en cas de dégradation de la note de la holding.

PGE Corporation et PGE Company n'ont pu maintenir leur accès au marché des *commercial papers* (titres de créances à court terme) du fait de leur notation désormais insuffisante et se sont retrouvées dans l'incapacité d'honorer leurs échéances arrivant à maturité. En raison de ce défaut sur les *commercial papers*, les détenteurs d'obligations à moyen terme ont exigé le remboursement immédiat de leurs créances, en application d'une clause d'accélération.

---

<sup>1</sup> *Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 4 mars 2012.*

Incapable d'apporter les garanties financières qui lui auraient permis de poursuivre normalement son activité sur le marché de l'énergie, PGE Company s'est déclaré en faillite en avril 2001.

*Source : « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière », article de Sébastien Lévy, Revue de la stabilité financière, novembre 2002.*

Ce type d'enchaînement montre que les décisions des agences peuvent avoir parfois un pouvoir auto-réalisateur : l'annonce par une agence que tel émetteur présente un risque de défaut élevé peut rendre très difficile la poursuite du financement de cet émetteur et précipiter le défaut annoncé.

Dès lors que l'impact des décisions des agences sur les marchés est établi, celles-ci assument une part de responsabilité dans le bon fonctionnement du système financier. Une erreur de notation peut pénaliser fortement l'émetteur, si la note est injustement sévère, ou les investisseurs, si la note est élevée alors que l'émetteur fait finalement défaut.

Si, dans l'ensemble, les notes des agences permettent de prédire correctement le risque de défaut, l'actualité fournit cependant des exemples d'erreurs ayant entraîné des conséquences économiques graves.

## **2. Une fiabilité globale soulignée par les statistiques des agences**

Les dirigeants de Standard and Poor's, Moody's et Fitch que le Sénat a pu rencontrer à Paris, Londres ou New-York ont insisté sur la fiabilité des notes émises par leurs agences : leurs notes permettraient de prédire correctement le risque de défaut de l'entité notée. Cette fiabilité reposerait sur le respect de procédures internes qui visent à garantir la qualité de la notation<sup>1</sup>. Elle est confirmée par les analyses rétrospectives qu'effectuent les agences en comparant les défauts constatés sur longue période avec les notes qui ont été attribuées.

### *a) La corrélation entre la notation et la probabilité de défaut*

Chaque année, les agences effectuent une comparaison entre les notes émises et les défauts constatés. Leurs comparaisons montrent qu'il existe une **corrélation forte entre les notes émises et la probabilité de défaut** : en d'autres termes, plus la note est élevée, plus le risque de défaut est faible et éloigné dans le temps, et inversement, ce qui atteste du caractère prédictif de la notation.

---

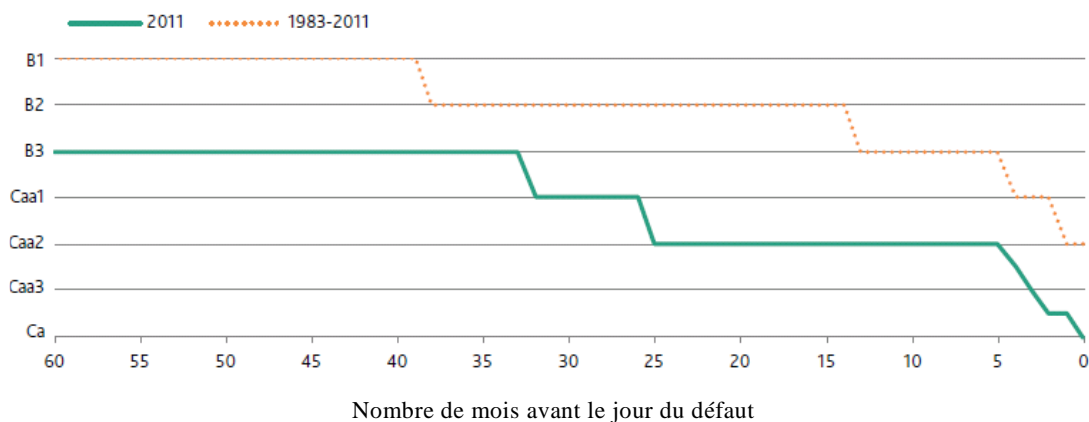
<sup>1</sup> Un rapport interne de 2011 fait au conseil d'administration de chaque implantation européenne montrait que 71 % des dossiers revus au titre de la procédure de qualité étaient classés en « besoin d'amélioration » et 17 % en « non satisfaisant ». Les défaillances constatées étaient principalement liées à l'absence de respect des obligations d'enregistrement et de conservation des informations liées à la notation dans la base de données interne.

Standard and Poor's souligne que 1 % seulement des entreprises notées dans la catégorie « investissement »<sup>1</sup> ont fait défaut au bout de cinq ans et 2,7 % au bout de dix ans. En revanche, pour les entreprises notées dans la catégorie spéculative, le taux de défaut atteint 17,5 % au bout de cinq ans et 25 % au bout de dix ans.

Pour ce qui concerne la dette souveraine, il apparaît que 1 % seulement des États notés dans la catégorie « investissement » ont fait défaut dans les quinze années qui suivent, alors que ce taux s'élève à 30 % pour les États notés dans la catégorie spéculative<sup>2</sup>.

Dans une étude publiée début 2012, Moody's insiste également sur le fait que ses notes permettent de prévoir correctement le risque de défaut<sup>3</sup>. À partir de l'analyse du cas de 1 700 entreprises qui ont fait défaut sur leur dette entre 1983 et 2011, Moody's montre que ces entreprises avaient été dégradées au niveau B1 cinq ans avant de faire défaut et que, un an avant de faire défaut, ces entreprises étaient notées, en moyenne, au niveau B3, soit un niveau encore inférieur.

**Graphique n° 37 : notes moyennes émises avant un défaut  
(moyenne de long terme et moyenne pour l'année 2011)**



Source : Moody's

Fitch met également en avant le caractère prédictif de sa notation. Sur la période 1990-2011, le taux de défaut des entreprises notées dans la catégorie « investissement » s'est élevé en moyenne à 0,13 %, contre 3,13 % pour celles notées dans la catégorie spéculative.

<sup>1</sup> La catégorie « investissement » regroupe les notes comprises entre AAA et BBB-.

<sup>2</sup> Ces données figurent dans le rapport « Default, Transition and Recovery : 2010 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions », mars 2011. Le pourcentage doit être mis en perspective avec le nombre d'États classés en catégorie « spéculative », relativement peu nombreux.

<sup>3</sup> Cf. « Annual Default Study : Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2011 », Moody's, 29 février 2012.

**Le calcul et la publication de taux de défaut par les agences est utile mais leurs données ne sont pas comparables** : les périodes de temps retenues ne sont pas les mêmes, le nombre de défauts est parfois exprimé en valeur nominale, parfois pondéré par le volume des titres concernés... **Le taux d'erreur calculé par les agences est donc *in fine* celui qu'elles veulent bien afficher.**

Pour faciliter les comparaisons et avoir une vision plus réaliste de la performance des agences, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a l'obligation, depuis 2011, de rendre publiques des données harmonisées sur les performances des agences. Ces données sont consultables sur son site internet.

Le tableau suivant, établi à partir des données de l'AEMF, présente les taux de défaut calculés pour Moody's et Standard and Poor's<sup>1</sup>, les données pour Fitch n'étant pas encore disponibles.

**Tableau n° 38 : taux de défaut pour Standard and Poor's et Moody's (notation des entreprises, période du 1<sup>er</sup> janvier 2000 au 30 juin 2011)**

Notes		Nombre de défauts		Taux de défaut	
Standard and Poor's	Moody's	Standard and Poor's	Moody's	Standard and Poor's	Moody's
AAA	Aaa	1	0	0,46 %	0,00 %
AA	Aa	2	3	0,22 %	0,48 %
A	A	32	26	1,85 %	2,37 %
BBB	Baa	94	42	5,23 %	4,47 %
BB	Ba	194	42	17,34 %	9,29 %
B	B	408	307	37,33 %	30,85 %
CCC	Caa	61	130	46,21 %	43,48 %
CC	Ca	6	8	46,15 %	16,33 %
C	C	0	2	0,00 %	8,33 %

Source : Autorité européenne des marchés financiers

Note : les taux de défaut de Standard and Poor's et Moody's ne peuvent être strictement comparés car les deux agences retiennent des définitions différentes de la notion de défaut.

<sup>1</sup> Les taux de défaut sont calculés par l'AEMF en suivant l'évolution d'une cohorte sur l'ensemble de la période considérée.

Malgré cet effort de transparence bienvenu, les chiffres de l'AEMF ne permettent pas de comparer réellement les performances respectives des deux agences.

À première vue, la notation Aaa de Moody's peut sembler plus fiable que la notation AAA de Standard and Poor's, puisque les taux de défaut constatés sont, respectivement de 0 % et de 0,46 %. Mais un tel rapprochement n'est pas rigoureux sur le plan méthodologique car chaque agence conserve sa propre définition de la notion de défaut et sa propre échelle de notation. Sans faire évoluer les échelles de notation des agences, **il appartient donc à l'AEMF de produire un travail complémentaire pour que les données sur le taux de défaut puissent être harmonisées. Dans le cas contraire, la publication de ces données sera de peu d'utilité.**

*b) Les tables de transition*

Les agences établissent également des **statistiques de transition**, qui visent à apprécier si les notes sont stables au cours du temps. La stabilité des notes est un signe de leur fiabilité : si les notes variaient fortement d'une année sur l'autre, on pourrait en déduire que des éléments importants n'ont pas été correctement pris en compte ou anticipé par les analystes.

Les trois grandes agences se félicitent de la stabilité de leur notation. Standard and Poor's a présenté au Sénat les tableaux suivants qui témoignent de cette stabilité, particulièrement forte pour les notes les plus élevées.

**Tableau n° 39 : taux moyen de transition (entreprises) sur un an aux États-Unis**

De/à	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	<b>88,39</b>	7,51	0,57	0,04	0,12	0,04	0,04	0	3,28
AA	0,59	<b>86,31</b>	7,99	0,64	0,09	0,13	0,04	0,04	4,16
A	0,05	1,82	<b>87,14</b>	5,67	0,48	0,2	0,03	0,09	4,52
BBB	0,01	0,14	3,65	<b>84,65</b>	4,34	0,76	0,13	0,27	6,04
BB	0,03	0,06	0,22	5,21	<b>75,62</b>	8,2	0,71	1	8,96
B	0	0,05	0,16	0,24	4,98	<b>74,37</b>	4,69	4,77	10,74
CCC/C	0	0	0,25	0,37	0,92	11,57	<b>44,92</b>	28,31	13,66

Source : Standard and Poor's

La stabilité de la notation est plus faible pour les émetteurs européens mais, selon l'agence, cette différence s'expliquerait simplement par la taille de l'échantillon et ne serait pas statistiquement significative.

**Tableau n° 40 : taux moyen de transition (entreprises) sur un an en Europe**

De/à	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	<b>85,03</b>	9,11	0,65	0,22	0	0	0,22	0	4,77
AA	0,28	<b>84,87</b>	10,4	0,44	0	0	0	0	4,01
A	0,02	2,3	<b>86,97</b>	5,25	0,18	0,02	0	0,06	5,21
BBB	0	0,13	4,75	<b>83,01</b>	3,54	0,46	0,16	0,13	7,82
BB	0	0	0,18	4,82	<b>70,61</b>	8,16	0,44	0,7	15,09
B	0	0	0,12	0,35	6,81	<b>64,78</b>	4,97	4,04	18,94
CCC/C	0	0	0	0	0	13,79	<b>25,29</b>	37,93	22,99

Source : Standard and Poor's

Lecture : 85,03 % des entités notées AAA en année N sont encore notées AAA en année N+1 ; 9, 11 % sont notées AA ; 0,65 % sont notées A ; 0,22 % sont notées BBB ; 0, 22 % sont notées C et 4,77 % ne sont plus notées.

La relative stabilité des notes au fil du temps s'explique par le fait que les agences s'attachent à évaluer le risque de défaut d'un émetteur sur la base de ses « fondamentaux », appréciés de surcroît sur l'ensemble du cycle économique. Les agences n'ont pas vocation à modifier la note d'un émetteur à chaque fois qu'une nouvelle information est rendue publique. Pour cette raison, elles s'exposent parfois au reproche de manquer de réactivité. Mais ce manque de réactivité est préférable à un excès d'instabilité de la notation qui risquerait d'aggraver la volatilité sur les marchés financiers, compte tenu de l'utilisation qui est faite de la notation dans la réglementation prudentielle.

### 3. L'avis des investisseurs : mention passable

L'enquête<sup>1</sup> réalisée par l'IFOP pour le Sénat auprès des investisseurs professionnels (français) sur la confiance portée aux agences de notation souligne qu'une petite majorité - 56 % - des investisseurs professionnels qui utilisent, au moins occasionnellement, les notations – ont une « assez bonne image » des agences, seulement 3 % en ayant une « très bonne image ».

Ce pourcentage peut être interprété de deux manières.

Premièrement, il apparaît élevé au regard des mises en cause multiples qu'ont vécues les agences de notation au cours des dernières années, même si les polémiques récentes sur le rôle des agences de notation ont fait naître des doutes dans l'esprit de beaucoup d'investisseurs. 47 % d'entre eux indiquent que leur confiance dans la notation de la dette souveraine a été altérée et 46 % ont le même sentiment concernant la notation des produits

<sup>1</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

structurés. Un tel sondage mériterait d'être suivi dans la durée, pour mesurer l'évolution de l'avis des investisseurs.

Deuxièmement, le pourcentage est en réalité faible si l'on se réfère au rôle majeur que jouent aujourd'hui les notations pour les investisseurs. C'est d'ailleurs ce jugement qui domine lorsque le sondage appelle les investisseurs à noter les agences.

Quand on demande aux investisseurs d'évaluer la qualité de notation sur une échelle de 1 à 5, 1 correspondant à la plus mauvaise note et 5 à la meilleure, on constate qu'ils attribuent aux trois agences une même note, 2,9 sur 5, soit 11,6 sur 20 : mention passable.

Les deux grandes agences qui dominent le marché, Standard and Poor's et Moody's, ne sont pas mieux notées que la troisième, Fitch.

**Le jugement des investisseurs sur les agences de notation n'est donc pas mauvais, mais il n'est pas franchement positif pour des acteurs dont l'excellence devrait être à la hauteur de leur rôle sur les marchés.**

#### **4. Des erreurs majeures débouchant parfois sur des crises graves**

Au cours de la décennie écoulée, plusieurs affaires ont jeté le doute sur la capacité des agences de notation à prévoir correctement le risque de défaut de certains émetteurs. De grandes entreprises, dans les secteurs financier ou industriel, ont fait faillite alors qu'elles étaient notées dans la catégorie « investissement ». Des effets pervers ont été constatés s'agissant de la notation de la dette souveraine. Mais c'est surtout l'échec des agences à anticiper la crise des *subprimes* qui peut être retenu comme **une faute d'impact systémique**.

##### *a) La mauvaise appréciation du risque politique : le cas de Lehman Brothers*

Un des fiascos les plus retentissants en matière de notation réside dans l'incapacité des agences à prévoir la faillite de Lehman Brothers.

Quelques jours avant sa faillite, le 15 septembre 2008, Lehman Brothers, cinquième banque d'affaires américaine, était encore notée dans la catégorie « investissement » par les trois grandes agences de notation. Standard and Poor's lui attribuait la note A, Moody's un A 2 et Fitch un A +, soit des notes attribuées, en principe, à des entreprises qui présentent une forte capacité de paiement du capital et des intérêts de leur dette.

Le Sénat a interrogé Carole Sirou, présidente de Standard and Poor's France, sur les raisons de cet échec. Elle a souligné que l'hypothèse centrale retenue par l'agence était que l'État américain soutiendrait la banque pour éviter sa faillite, en raison du risque de déstabilisation du système financier que sa disparition entraînerait.



Pierre Cailleteau, ancien responsable de la notation souveraine chez Moody's, formule le même constat, qui tend à relativiser l'erreur de jugement commise par les agences de notation : « *Lehman Brothers était une banque d'investissement extrêmement fragile et sensible au marché. Ses problèmes de financement ont donné lieu à un grand débat : la Fed allait-elle intervenir ? Compte tenu des implications systémiques, les uns et les autres ont pensé que oui et ont maintenu leur notation. L'analyse a dû prendre en compte un jugement probabiliste...* ».

L'économiste Norbert Gaillard confirme cette analyse : « *On était alors dans la logique du "too big to fail" et on ne pensait pas qu'un risque de faillite de la cinquième banque d'affaires américaine soit possible* ». Il estime que « *le défaut de Lehman Brothers était très difficile à prévoir* » et que « *les agences ne peuvent être blâmées sur ce point* ». Il est vrai que d'autres grandes institutions financières – Fannie Mae et Freddie Mac, AIG, WaMu... – ont été sauvées de la faillite aux États-Unis et que Lehman Brothers fait figure d'exception.

Le cas de Lehman Brothers met en évidence le fait que l'analyse effectuée par les agences pour les grandes institutions financières ne repose pas uniquement sur des ratios financiers mais intègre aussi des considérations politiques, dont l'appréciation est plus subjective. La notation des grandes banques est dépendante de celle des États, qui peuvent décider de les soutenir, en cas de crise financière, en raison de leur rôle central dans le système financier. La prise en compte de ces éléments politiques est une source de fragilité pour la notation des agences.

*b) Enron et Parmalat, deux cas de fraude non détectée par les agences*

Les agences de notation sont également critiquées pour leur incapacité à avoir anticipé la faillite d'Enron, aux États-Unis, et de Parmalat, en Europe.

(1) Le cas « Enron »

L'entreprise Enron a été créée en 1985, par la fusion de deux entreprises texanes exploitant des gazoducs. La libéralisation du secteur de l'énergie aux États-Unis lui a permis de se diversifier dans des activités de transport de gaz et d'électricité. Puis, à partir de 1994, elle a développé une activité de *trading* en matière énergétique, en s'appuyant sur la croissance des produits dérivés. Sa capitalisation boursière a alors fortement augmenté, jusqu'à devenir la septième plus importante aux États-Unis. Avec un chiffre d'affaires supérieur à 100 milliards de dollars en 2000, Enron se classait au sixième rang mondial dans le secteur de l'énergie.

Pourtant, cette entreprise a connu une faillite retentissante le 2 décembre de l'année suivante, qui a laissé ses 20 000 salariés sans emploi mais aussi sans pension de retraite puisque leurs cotisations avaient été essentiellement placées en titres de l'entreprise...

Or, les agences de notation notaient encore, quelques jours plus tôt, Enron dans la catégorie « investissement » : Standard and Poor's et Fitch lui attribuaient un BBB et Moody's la notait un cran en-dessous, à Baa 3.

(2) Parmalat : une erreur aux conséquences judiciaires

Petite société artisanale de distribution de lait pasteurisé fondée en 1961 aux environs de Parme, l'entreprise Parmalat a connu, à partir des années 1970 et, surtout, de son introduction en Bourse en 1990, un développement important et rapide. Au début des années 2000, Parmalat, géant du secteur agroalimentaire, employait 36 000 salariés dans 140 centres de production, possédait des sociétés dans une trentaine de pays et occupait la première place sur le marché mondial du lait de longue conservation. En 2002, son chiffre d'affaires a atteint 7,5 milliards d'euros et le groupe assurait à lui seul près de 1 % du PIB italien.

En novembre 2003, alors que des commissaires aux comptes s'inquiétaient d'un investissement douteux dans les îles Caïmans, l'inquiétude a grandi sur la capacité du groupe à faire face à ses échéances de remboursement. Pour tenter de rassurer les marchés, le groupe a fait savoir qu'il possédait des avoirs de plusieurs milliards d'euros dans une filiale de la Bank of America aux îles Caïmans. Le document produit se révélant être un faux, l'affolement a gagné et le cours de l'action Parmalat s'est effondré. En décembre 2003, la révélation d'un endettement de l'ordre de 11 milliards d'euros a contraint le groupe à déposer le bilan.

De même que pour Enron, Standard and Poor's accordait pourtant à l'entreprise une note dans la catégorie « investissement », un BBB-, peu de temps avant qu'elle soit déclarée en faillite. Plus de 100 000 épargnants qui avaient acquis des titres émis par le groupe ont été lésés.

A la suite d'une plainte déposée par Parmalat en 2005, le Tribunal de Milan, dans un jugement rendu le 1<sup>er</sup> juillet 2011, a **condamné Standard and Poor's à rembourser au groupe laitier, outre les frais engagés à l'occasion de l'instance, tous les honoraires perçus en vertu du contrat de notation entre novembre 2000 et le déclassement de sa note hors de la catégorie « investissement », soit la somme de 784 000 euros.** En revanche, le Tribunal n'a pas fait droit à la demande d'indemnisation de 4 milliards d'euros formulée par Parmalat au titre des dommages et intérêts. Ce contentieux court encore.

(3) L'enjeu décisif de l'analyse de la qualité de l'information fournie par l'entreprise

Pour leur défense, les agences de notation soulignent toutefois que les comptes de ces deux entreprises **avaient été truqués**. Dans le cas d'Enron, la révélation des fraudes commises a entraîné la faillite du cabinet d'audit Arthur Andersen, qui, ayant certifié les comptes, avait perdu toute crédibilité. Comme les agences évaluent le risque de crédit en analysant les comptes audités des

entreprises, leur analyse est nécessairement inexacte si les comptes ne reflètent pas fidèlement la situation financière de l'entreprise.

François Veverka, ancien responsable de Standard and Poor's Europe, insiste sur ce point<sup>1</sup> : « *Les informations reçues de cette entreprise bien connue [Parmalat] étaient défailtantes, frauduleuses. Elle affichait, la veille de sa faillite, un excédent de trésorerie équivalent à quelque 7 milliards d'euros.* » Et d'ajouter : « *Les agences de notation ne sont pas des auditeurs. Sinon, il leur faudrait non pas 500, mais 50 000 analystes ! Les analyses se fondent sur des informations validées, sur un dialogue avec l'émetteur : garbage in, garbage out, selon un adage du contrôle, une mauvaise information ne peut déboucher que sur une analyse erronée !* ».

Ces affaires illustrent les limites de l'expertise des agences si elles peuvent être induites en erreur par les manipulations comptables des entreprises qu'elles notent.

### *c) Les effets pervers de la notation de la dette souveraine*

Ces dernières années, l'attention des médias et des autorités politiques s'est surtout concentrée sur la question de la notation de la dette souveraine. En la matière, on observe tout d'abord que des incidents ponctuels ont entaché la réputation des agences de notation.

#### (1) Des chiffres erronés

L'annonce par Standard and Poor's, le 5 août 2011, de sa décision de dégrader la note de l'État fédéral américain de AAA à AA+, avec perspective négative, a donné lieu à une vive passe d'armes avec le Trésor américain.

Les autorités américaines ont en effet reproché à l'agence d'avoir commis une erreur dans ses projections relatives à l'évolution de la dette publique des États-Unis : pour l'agence, la dette atteindrait 93 % du PIB en 2021, alors que l'estimation du Trésor était de 85 % du PIB, soit un écart correspondant à 2 000 milliards de dollars ! Un porte-parole du Trésor américain a déclaré que cette erreur décredibilisait l'analyse de Standard and Poor's.

L'agence a d'abord répondu que ses projections s'étaient appuyées sur un scénario élaboré par le Congressional Budget Office (CBO), un organe non partisan rattaché au Congrès, prévoyant une augmentation de la dépense publique plus rapide que dans le scénario privilégié par le gouvernement américain. Dans un communiqué publié le 6 août, elle a cependant fini par admettre que le scénario retenu par le Trésor était plus cohérent que le sien au regard des autres hypothèses retenues pour déterminer l'évolution de la dette publique.

---

<sup>1</sup> *Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 14 mars 2012.*

Cette rectification n'a cependant pas amené l'agence à revenir sur sa décision de dégrader la note américaine : pour Standard and Poor's, c'est l'évolution de la dette publique à moyen terme, à l'horizon 2015, qui serait le critère déterminant.

## (2) Des fautes informatiques

Le 10 novembre 2011, l'agence Standard and Poor's a diffusé à une partie de ses abonnés un message d'alerte qui semblait indiquer que la note de la France était dégradée (*cf. supra*). Or la dégradation de la note française est intervenue plusieurs mois plus tard. Dans un communiqué publié le lendemain, l'agence a attribué cette erreur à une défaillance de son système informatique, qui se serait produite dans le cadre d'opérations de réévaluation de la notation des systèmes bancaires, et a assuré avoir pris les mesures nécessaires pour qu'elle ne se reproduise pas.

Le commissaire européen Michel Barnier a cependant qualifié cette affaire « *d'incident grave* » et l'AMF a décidé de diligenter une enquête, qui devrait aboutir en septembre 2012.

Les enquêtes de l'AMF étant couvertes par le secret, peu d'informations sont actuellement disponibles à ce sujet. Sophie Baranger, directrice des enquêtes et de la surveillance des marchés au sein de l'institution, a néanmoins indiqué au Sénat que l'enquête vise « *à répondre à deux grandes interrogations : la diffusion de cette information était-elle vraiment une erreur, comme l'affirme Standard and Poor's ? Et des positions opportunes ont-elles été prises pour bénéficier de la diffusion de cette information ?* ». Le collègue de l'AMF, puis, le cas échéant, sa commission des sanctions, devront examiner si la communication de cette fausse information a été trompeuse pour le marché.

## (3) Des effets de correction procycliques

Au-delà de ces incidents ponctuels, la principale interrogation porte aujourd'hui sur le comportement des agences de notation dans le contexte de la crise de la dette souveraine en zone euro et sur son éventuel **effet procyclique**. On illustrera ce point en s'intéressant plus particulièrement au cas de la Grèce.

Les agences semblent avoir péché par excès d'optimisme pendant les années 2000, ce qui les a contraintes, une fois que la crise a éclaté, à dégrader brutalement leurs notations, ce qui a eu pour effet d'aggraver encore les difficultés des États européens endettés.

Comme le souligne l'économiste Norbert Gaillard<sup>1</sup>, les agences ont longtemps considéré que « *la simple appartenance à l'Union européenne (UE), et plus encore à la zone euro, renforcerait la solvabilité d'un État.* » Concernant la Grèce, il observe que « *entre 1999 et 2003, Fitch et Standard and Poor's ont relevé la note de la Grèce de trois et quatre crans sans qu'il y*

---

<sup>1</sup> Cf. *les Cahiers de l'évaluation*, n°5, février 2011, p. 80.

*ait de véritables justifications économiques et financières. En effet, aucune amélioration des fondamentaux macroéconomiques, des ratios de dette ou de la productivité du pays n'a été constatée durant cette période-là*». Cette notation favorable a permis à la Grèce d'emprunter à des taux avantageux – il y avait à l'époque un écart limité entre le taux payé par la Grèce sur ses obligations et celui acquitté par l'Allemagne – ce qui a créé un contexte propice à l'augmentation de son endettement public<sup>1</sup>.

La crise financière qui a éclaté à l'automne 2008 a considérablement augmenté le besoin de financement des États européens. En janvier 2009, Standard and Poor's en a tiré une première conséquence en dégradant d'un cran la note de la Grèce, qui est passée de A à A-. Fitch a pris la même décision au mois d'octobre.

En octobre 2009, le nouveau Premier ministre, George Papandréou, a révélé que le déficit public du pays avait atteint 7,7 % du PIB en 2008, au lieu de 5 %, et qu'il s'élèverait à 12,7 % du PIB en 2009, soit le double de l'estimation initiale. Ces annonces ont eu un effet immédiat sur les marchés : le cours des CDS<sup>2</sup> grecs à dix ans a progressé de 122 % au dernier trimestre de 2009. En décembre, Moody's a décidé de dégrader d'un cran la note grecque et Standard and Poor's et Fitch ont procédé à une deuxième dégradation.

Alors que le gouvernement grec a annoncé un premier plan d'austérité en mars 2010, la note du pays a subi une série de dégradations au mois d'avril : par Fitch le 9 avril, par Moody's le 22 puis par Standard and Poor's le 27. Cette dernière agence a dégradé d'un coup la note grecque de trois crans (à BB-), ce qui a pour effet de la faire passer dans la catégorie spéculative.

À compter de cette période, comme l'écrit l'AMF<sup>3</sup>, « *l'action des agences de notation et la perception du marché vis-à-vis de la dette grecque semblent inter-réagir : d'un côté, les "spreads" de crédit augmentent du fait de l'anticipation de nouvelles dégradations de la part des agences de notation, de l'autre les agences dégradent effectivement leurs notes compte tenu de la détérioration des conditions de financement des États. On observe ainsi une entrée en résonance entre les marchés et l'action des agences qui a contribué à l'aggravation de la crise en mai 2010* ».

Le passage de la note émise par Standard and Poor's dans la catégorie spéculative a posé un problème à la Banque centrale européenne qui

---

<sup>1</sup> Il n'est pas anodin que 84 % des investisseurs professionnels (français) interrogés par l'IFOP pour le Sénat aient déjà considéré que certaines notations étaient manifestement surévaluées.

<sup>2</sup> Les credit default swaps (CDS) sont des produits d'assurance contre le défaut d'un émetteur qui fonctionne de la manière suivante : un acheteur qui souhaite se prémunir contre le risque de crédit verse une prime à un vendeur qui s'engage à rembourser la partie de la dette qui n'est pas recouvrée en cas de défaut.

<sup>3</sup> Cf. le rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation, publié le 9 juillet 2010, p. 117-118.

n'acceptait, dans le cadre de ses opérations d'*open market*<sup>1</sup>, de prêter qu'en échange de titres donnés en garantie, notés dans la catégorie « investissement ». En mai 2010, la Banque centrale européenne a finalement décidé qu'elle accepterait les obligations grecques en garantie, quelle que soit leur notation.

La crise grecque, qui n'est pas encore achevée, a déjà donné lieu, au début de l'année 2012, à un défaut partiel puisque les créanciers privés ont consenti, sous la pression des États, à une perte d'environ 50 % sur la valeur nominale de leurs titres mais qui devrait représenter plus de 70 % en valeur actualisée<sup>2</sup>.

De cet épisode, on peut retirer de premières conclusions. Les agences ont d'abord tardé à dégrader la note de la Grèce, surtout Moody's qui a attendu décembre 2009 avant de prendre une première décision. Elles ont sans doute sous-estimé les conséquences de l'augmentation de la dette publique grecque sur le risque de défaut du pays, même s'il est vrai que la Grèce en porte la responsabilité puisqu'elle a dissimulé, jusqu'en 2009, le poids réel de son endettement. Elles ont également prêté trop peu d'attention à des problèmes structurels de l'économie grecque, notamment à sa perte de compétitivité et la difficulté de l'État à percevoir l'impôt.

Dans un second temps, prenant la mesure de la gravité de la situation, les agences ont procédé à des dégradations rapprochées et brutales. Une période de grande instabilité a en quelque sorte succédé à une période d'attentisme : après avoir laissé la note grecque inchangée de 2003 à 2009, Moody's l'a dégradée de neuf crans dans les quinze mois qui ont suivi, ce qui est un mouvement d'une ampleur exceptionnelle<sup>3</sup>. Ces dégradations ont contribué à augmenter les tensions sur les marchés et à accroître la prime de risque exigée par les investisseurs, ce qui a entravé les efforts d'assainissement budgétaire engagés par le gouvernement grec. Si l'action des agences de notation a profité à la Grèce pendant la période de croissance qu'elle a connue jusqu'en 2008, elle a donc plutôt accentué ses difficultés dans la période de crise qui a suivi.

Il faut également noter l'effet de **contagion** auquel a donné lieu la crise grecque. La dégradation de la note souveraine du pays a entraîné une dégradation de la note de ses banques et collectivités territoriales, qui dépendent financièrement de l'État. Un établissement de crédit dont la note est dégradée peut être contraint de se recapitaliser, une collectivité de mener une

---

<sup>1</sup> Les opérations d'*open market* consistent en l'achat ou la vente de titres, en particulier de titres de dette publique, par la banque centrale sur le marché interbancaire. Ces opérations permettent d'injecter ou de retirer des liquidités dans l'économie et d'agir sur le prix de marché de ces titres et donc sur leur taux de rendement.

<sup>2</sup> La participation des créanciers privés s'est opérée sous la forme d'échanges d'obligations. La perte actualisée comprend à la fois la modification des montants nominaux mais aussi des taux d'intérêts servis.

<sup>3</sup> Ce point est souligné dans le rapport n° 21 de la Chambre des Lords, « Sovereign credit ratings : shooting the messenger ? », session 2010-2012, p. 16.

politique budgétaire plus restrictive, ce qui pèse sur l'activité économique. En outre, la plupart des grands établissements de crédit en Europe détiennent des obligations grecques. La perspective d'une décote sur la dette grecque et les rumeurs de restructuration d'autres dettes souveraines ont perturbé leur refinancement et ont pu les conduire à réduire leurs crédits aux entreprises.

L'interaction intempestive entre la publication des notations des agences et les mouvements de taux d'intérêt ne pourra qu'être accrue par la proposition actuelle de modification du règlement européen sur les agences de notation qui prévoit que les dettes souveraines soient notées « *au moins tous les six mois* ». La volatilité possible des notes qui s'en suivraient, en période de crise, avec des effets potentiellement néfastes sur les conditions de financement des États, invite au contraire à un **calendrier public et fixé à l'avance des notes souveraines**. Les agences sont d'ailleurs plus pertinentes dans leurs analyses de moyen terme que dans leur vision de court terme.

Enfin, la crise grecque a mis en lumière les limites de la gouvernance économique de la zone euro et c'est ce problème qu'a mis en avant Standard and Poor's lorsqu'elle a décidé de dégrader la note de la France en janvier 2012.

*d) Une faute aux conséquences systémiques : la notation des produits subprimes*

Toutefois, c'est certainement en matière de notation des produits structurés *subprimes* que l'échec des agences est le plus flagrant et qu'il a eu les conséquences les plus graves. L'économiste Jacques Delpla emploie une formule frappante : « *la crise des subprimes de 2007-2008 a représenté un Fukushima pour les agences de notation* »<sup>1</sup>.

Un rapport<sup>2</sup> publié par le Sénat américain en 2011 a retracé le déroulement de ces événements, qui sont à l'origine de la crise économique et financière que connaissent les pays développés depuis 2008.

Entre 2004 et 2007, la notation des produits structurés a pris une place de plus en plus importante dans l'activité de Standard and Poor's et de Moody's, qui ont vu leurs profits considérablement augmenter. Deux produits ont connu un succès particulièrement important : les titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels (en anglais, *Residential Mortgage backed securities*, ou RMBS) et les obligations avec dette collatérale (en anglais, *Collateralized debt obligations* ou CDO)<sup>3</sup>. Pendant cette période, Standard and Poor's a noté plus de 5 500 RMBS et 835 CDO adossés à des crédits hypothécaires, tandis que Moody's en notait respectivement 4 000 et 870. En 2007, près de 50 % du chiffre d'affaires

---

<sup>1</sup> *Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.*

<sup>2</sup> Cf. le rapport « *Wall Street and the financial crisis : Anatomy of a Financial Collapse* », U.S. Senate permanent sub-committee on investigation, présidé par Carl Levin, 13 avril 2011.

<sup>3</sup> *Les CDO sont des produits financiers complexes adossés à des actifs, comprenant souvent des crédits bancaires, qui peuvent comporter plusieurs tranches présentant différents niveaux de risque pour l'investisseur.*

réalisé par Standard and Poor's dans son activité de notation provenait de la notation de produits structurés.

La grande majorité de ces titres ont reçu des notes qui les classaient dans la catégorie « investissement », alors qu'il s'agissait d'actifs risqués adossés à des crédits hypothécaires accordés à des ménages faiblement solvables. À la fin de l'année 2006, le taux de défaillance de ces crédits hypothécaires a commencé à augmenter à un rythme alarmant, ce qui n'a pourtant pas empêché les agences de continuer, pendant encore six mois, à attribuer des notes élevées aux RMBS et aux CDO nouvellement émis.

À partir du mois de juillet 2007, alors que la crise du marché hypothécaire s'intensifiait, les agences ont brutalement changé de politique et décidé de dégrader la note de milliers de RMBS et CDO. Au total, plus de 90 % des RMBS émis en 2006 et 2007 qui avaient reçu la note AAA ont été dégradés dans la catégorie spéculative, parfois moins d'un an après leur émission.

Ces dégradations ont contraint de nombreux investisseurs (banques, fonds de pension, assurances), tenus de détenir dans leur portefeuille des titres notés dans la catégorie « investissement », à vendre massivement leurs RMBS et CDO, ce qui a provoqué un effondrement de leur valeur et une fermeture du marché pour les nouveaux titres émis qui ne trouvaient plus preneur. Les investisseurs ont enregistré des pertes substantielles, aggravées par un mouvement de défiance à l'égard des titres notés AAA qu'elles détenaient et par une perte de confiance dans la solidité des institutions financières américaines.

Les agences de notation ont donc une part de responsabilité considérable dans le déclenchement de la crise financière de 2008 : d'abord, parce qu'elles ont noté trop généreusement des actifs financiers risqués, ce qui a encouragé de nombreux investisseurs à en faire l'acquisition ; ensuite, en décidant de dégrader brutalement leur note, ce qui a produit un effondrement du marché.

Pour expliquer ces errements, le rapport du Sénat américain souligne que la volonté des agences d'accroître leurs parts de marché dans le secteur de la notation des produits structurés les aurait conduites à être moins rigoureuses et à accorder des notes plus élevées afin de satisfaire leurs clients. Les banques d'investissement qui élaborent les produits structurés auraient fait pression sur les agences pour qu'elles assouplissent leurs critères de notation, en les menaçant de s'adresser à une agence concurrente si elles n'obtenaient pas satisfaction. Le « *ratings shopping* », c'est-à-dire la pratique consistant pour un émetteur à choisir l'agence qui lui attribue la note la plus élevée, aurait entraîné une dégradation de la qualité de la notation.

Une autre source de difficultés réside dans les insuffisances des modèles utilisés par les agences pour évaluer les produits structurés. Standard and Poor's et Moody's ne sont jamais parvenus à mettre au point des modèles permettant de prévoir les défauts qui allaient se produire sur le marché des



crédits hypothécaires. Les agences ne disposaient pas de données statistiques suffisantes concernant les crédits hypothécaires les plus risqués, ce qui a nui à leurs efforts de modélisation. Elles manquaient également d'informations sur la manière dont les titres adossés à des crédits hypothécaires se comporteraient dans un contexte de retournement du marché de l'immobilier. Enfin, les modèles n'intégraient pas convenablement le risque que de nombreux crédits hypothécaires fassent défaut simultanément.

Par ailleurs, alors que leurs profits étaient élevés, les agences de notation n'ont pas accru suffisamment leurs moyens humains pour faire face à une charge de travail en constante augmentation. De nombreux témoignages recueillis par le Sénat américain confirment que les analystes chargés d'étudier les RMBS et les CDO avaient une charge de travail excessive, qui ne leur permettait pas de produire des notes de qualité. Un analyste employé chez Moody's a indiqué par exemple que le service chargé de noter les CDO comptait sept juristes en 1999 et douze en 2006, tandis que le nombre d'émissions notées chaque année était passé, dans le même temps, d'une soixantaine à environ six cents !

Naturellement, les agences de notation ne sont pas les seules responsables de la crise des *subprimes*. Elles ont été un maillon d'une chaîne qui a impliqué les banques qui accordaient les prêts hypothécaires, les banques d'affaires qui élaboraient les produits structurés, les investisseurs qui ont manqué de discernement, sans oublier la responsabilité de la Réserve fédérale américaine dont la politique monétaire exagérément expansionniste a favorisé la formation d'une bulle sur les marchés. Les agences ont néanmoins failli dans leur mission d'évaluation du risque de crédit, avec des conséquences graves sur la stabilité du système financier international. La crise des *subprimes* a entraîné un assèchement de la liquidité sur le marché interbancaire et occasionné des pertes pour les institutions financières. L'effondrement du système n'a pu être évité que par l'intervention des États, qui ont renfloué les grandes institutions financières, avec une montée correspondante de l'endettement public, et par celle des banques centrales, qui ont massivement injecté des liquidités dans l'économie.

## **5. Une notation devenue bien plus qu'une simple opinion, compte tenu de son impact**

Les agences de notation insistent beaucoup sur le fait que leurs analyses auraient le statut de simples opinions, n'engageant en rien leur responsabilité. Pour le Sénat, cette position est aujourd'hui difficilement défendable, compte tenu de la place occupée par la notation dans le fonctionnement du système financier.

### *a) Une qualification juridique de la notation aujourd'hui dépassée*

Tous les interlocuteurs de la mission au sein des agences ont souligné que leur activité consiste seulement à produire une **opinion** sur la probabilité

qu'un débiteur puisse faire face à ses obligations. La note n'est en aucun cas une recommandation d'achat à destination des investisseurs, qui sont seuls responsables de leurs décisions.

(1) Aux États-Unis, le maintien d'une définition restrictive des notations

Aux États-Unis, l'affirmation selon laquelle les analyses des agences constituent de simples opinions rend très difficile la mise en cause de leur responsabilité juridique. Les agences s'abritent en effet derrière le Premier amendement de la Constitution<sup>1</sup>, qui garantit à toute personne une liberté de parole étendue. Elles bénéficient du même niveau de protection que celui reconnu aux journalistes.

(2) En Europe, des progrès à amplifier

En Europe, le règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit indique, dans son article 3, que la notation de crédit constitue « un avis » émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi.

*b) Un statut à réinventer : pas de notation sans confiance*

On assiste à une prise de conscience grandissante de la nécessité de faire évoluer le statut juridique des notations. Le rapporteur du projet de règlement en cours de discussion au premier semestre 2012 au Parlement européen, le député Leonardo Domenici, envisage quant à lui de considérer les agences de notation comme des « services d'information ». La place prise par la notation dans le système financier justifie que des obligations renforcées pèsent sur les agences, la notation étant un produit pour lequel il est aujourd'hui difficile d'admettre des malversations.

Afin d'améliorer la qualité de l'information des investisseurs, la mission suggère de compléter les notes par un **indice de confiance** : un indice faible indiquerait que la note émise par l'agence repose sur des données fragiles, ou lacunaires, ou qu'elle dépend de la réalisation d'un scénario économique lui-même incertain ; un indice élevé montrerait que la note est plus robuste. En-deçà d'un certain seuil de confiance, les agences devraient simplement renoncer à émettre une note<sup>2</sup>.

Cette proposition s'inspire d'une recommandation formulée par le Conseil d'analyse économique<sup>3</sup>, qui suggérait, en 2007, de joindre aux notes un intervalle de confiance.

---

<sup>1</sup> Le Premier amendement affirme que le Congrès ne pourra faire aucune loi « restreignant la liberté de parole ».

<sup>2</sup> Dans un autre univers, la météorologie, où les prévisions sont également incertaines, de tels indices sont utilisés par MétéoFrance pour mesurer la confiance que l'on peut porter à ses prévisions.

<sup>3</sup> Cf. « La crise des subprimes », rapport de Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard, Conseil d'analyse économique, 2007.

Avec un tel système, les agences de notation auraient dû, au moment de la crise des *subprimes*, assortir la notation de Lehman Brothers d'un indice de confiance faible, afin que les investisseurs soient bien informés que le maintien de la solvabilité de la banque dépendait du soutien de l'État et qu'il ne serait plus assuré si cette hypothèse n'était pas vérifiée. De même, la note devrait être accompagnée d'un indice de confiance faible si des doutes apparaissent sur la fiabilité des documents comptables, comme dans le cas d'Enron ou de Parmalat.

La proposition de règlement européen sur les agences de notation, en cours de discussion au premier semestre 2012, contient une disposition qui va dans le sens préconisé par la mission. Il est proposé en effet que « *les agences de notation de crédit assortissent la publication des méthodes, modèles et principales hypothèses de notation d'explications quant aux hypothèses, paramètres, limites et incertitudes qui entourent les modèles et les méthodes de notation qu'elles ont utilisés pour une notation de crédit, et précisent notamment les simulations de crise qu'elles ont effectuées aux fins de l'établissement de la notation, les informations relatives aux analyses de flux de trésorerie qu'elles ont menées ou sur lesquelles elles se fondent pour la notation et, le cas échéant, donnent des indications sur un éventuel changement attendu de la notation* ».

La multiplication d'informations de plus en plus complexes dans des annexes techniques, que peu d'investisseurs ont le loisir de lire, et *a fortiori* les citoyens, n'est néanmoins pas la solution la plus adéquate. Accompagner la note d'un indice de confiance serait beaucoup plus lisible et efficace en termes de communication et de confiance dans les notations.

La deuxième recommandation de la mission consiste à renforcer le caractère contradictoire de la notation en donnant à l'émetteur, s'il le souhaite, un **droit de réponse**, intégré, dans un format prédéterminé, au communiqué de presse de l'agence de notation.

À l'heure actuelle, les émetteurs peuvent seulement, dans le délai de douze heures qui leur est accordé, attirer l'attention de l'agence sur des erreurs factuelles, sans certitude d'ailleurs d'être entendus.

La reconnaissance d'un véritable droit de réponse enrichirait l'information à disposition des investisseurs, en mettant en lumière d'éventuelles divergences d'analyse. Elle inciterait également les agences à être encore plus rigoureuses dans leur travail puisque toute faiblesse dans leur raisonnement pourrait être critiquée dès la publication de leur note.



## **CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE ET PROPOSITIONS**

*Le diagnostic actuel sur la place et le rôle des agences de notation est marqué par un paradoxe. Alors que les autorités de marché, les pouvoirs publics, les agences elles-mêmes, invitent le système financier à se « désintoxiquer » des notations, le risque est grand que les marchés de capitaux ne restent au contraire dépendants de manière durable.*

*Plus le financement par les marchés obligataires croît, plus ces marchés sont mondialisés, plus l'influence des agences de notation se renforce.*

*En Europe, le financement de l'économie, rejoignant les États-Unis, passe insensiblement d'un modèle de financement par les banques à un financement par les marchés. On assiste progressivement à un changement de modèle – subi ou choisi. Dans la zone euro, l'encours obligataire des entreprises a presque triplé depuis 1998, tandis que l'encours de leurs prêts bancaires a moins que doublé sur la même période. Malgré les scandales, le marché de la titrisation, dont les produits n'existent que par la notation, reste actif.*

*La dette de l'État est exclusivement émise sur les marchés. La recherche d'autres ressources de financement - par des emprunts directs auprès des épargnants français - se heurte aujourd'hui à un rendement des obligations d'État inférieur, fiscalité comprise, à ce que propose le livret A ou une assurance vie. Face à un risque de « credit crunch », les projets d'obligations groupées des collectivités locales ou d'agence de financement des collectivités locales sont remis au goût du jour.*

*Le marché obligataire est mondialisé. Près d'un tiers de la dette obligataire mondiale serait émise en direction d'investisseurs non-résidents, tout en sachant qu'ils détiennent une part probablement non négligeable des émissions dites domestiques. Malgré un léger fléchissement, 65,4 % des obligations de l'État français sont détenues par des non-résidents, dont de l'ordre de la moitié en-dehors de la zone euro.*

*Le nombre considérable d'émetteurs à travers le monde et l'éloignement géographique des investisseurs renforcent un standard international d'évaluation des risques, sans aucun doute réducteur : la notation.*

*En France, moins de 10 % des émissions obligataires ne sont pas notées. Seulement trois entreprises du CAC 40 ne sont pas notées. Malgré sa faible valeur ajoutée, la notation « non sollicitée » de l'État se fait avec la participation active de ses services.*

*Facteur aggravant, en réaction aux différentes crises du capitalisme depuis 1929, les États-Unis, puis ensuite les États européens, puis désormais la communauté internationale, à travers le G20 et le Comité de Bâle, ont fait*

*appel aux notations pour s'assurer de la solidité des actifs des banques et des sociétés d'assurance et pour mesurer la réalité des risques pris. Aux États-Unis, on relevait, en 1999, plus de 1 000 références aux notations dans la réglementation relative aux marchés de titres et près de 400 pour les banques.*

*Les banques centrales font massivement appel aux notations pour apprécier la qualité des actifs que les banques leur apportent en garantie. A la fin 2011, sur les 2 017 milliards d'euros de garanties déposés auprès de la Banque centrale européenne, 75 % était admis sur la base d'une notation émise par une agence.*

***De manière rétrospectivement contestable, les pouvoirs publics ont fait des agences de notation de quasi-régulateurs.***

*C'est dans ce contexte particulier que se développent des appels encore incantatoires à la désintoxication vis-à-vis des notations. Jamais, face à la solidité ébranlée des banques et dans la crise actuelle de la zone euro, le besoin d'une évaluation précise des risques n'a été aussi fort. Les solutions alternatives aux notations proposées - rarement mises en œuvre effectivement - sont encore peu opérantes : incitation au développement d'une évaluation interne des risques dans le monde des banques, des assurances, des gestionnaires de fonds, invitation à se fonder sur plusieurs analyses pour prendre des décisions. Les initiatives de « désintoxication » prises aux États-Unis sont d'ordre sémantique, tant le recours aux agences de notation est ancré désormais dans leur « culture d'investissement », comme dans celle de l'Europe. Si l'on a peu confiance dans les agences de notation pour évaluer les risques, on n'a pas davantage confiance dans les modèles internes développés par les acteurs financiers, tant les révélations d'un besoin de réévaluation des fonds propres se succèdent. La multiplication des modèles internes d'évaluation des risques supposera à terme un renforcement considérable des moyens et des diligences des autorités de contrôle prudentiel, et une harmonisation de leurs pratiques.*

*En réalité, la « désintoxication » présente aussi deux autres formes*

*La première est celle de l'élargissement de la liste des organismes externes habilités à être de quasi-régulateurs. Aujourd'hui trop fermée et dominée par les trois grandes agences, son ouverture est nécessaire. Et les régulateurs eux-mêmes devront progressivement reprendre la main sur cette fonction.*

*La seconde est celle de la suppression des effets mécaniques des mouvements de notation, à la baisse ou à la hausse, sur les décisions des régulateurs ou des investisseurs. Il s'agit de revenir sur le libre arbitre auquel certaines banques centrales, certains régulateurs ou certains investisseurs avaient pu renoncer.*

*La mission commune d'information formule ainsi deux propositions :*

***1. L'inventaire et la suppression systématique dans les réglementations de tout recours obligatoire aux notations (objectif : laisser***

leur libre arbitre aux acteurs de marché pour qu'ils développent des méthodes alternatives d'évaluation des risques).

2. **La réintégration progressive au sein des régulateurs** (en France, Autorité de contrôle prudentiel, mais surtout Banque de France) de la fonction de quasi-régulateur déléguée aux agences de notation (objectif : réinternaliser à des fins d'exemplarité l'évaluation des risques au sein des régulateurs).

Ces deux propositions s'adressent aux régulateurs nationaux et européens pour qu'ils approfondissent ces pistes dans les forums internationaux auxquels ils participent.

**Consciente que dans ce domaine un effort de longue haleine sera nécessaire, la mission commune d'information souligne la nécessité, dans l'intervalle, d'un plus strict encadrement de la mission de service public indûment confiée aux agences de notation (cf. deuxième partie).**

**Le diagnostic sur le point de passage obligé que représentent les agences de notation n'est donc ni pessimiste, ni résigné. Il s'agit en effet pour le Sénat de poser le bon diagnostic pour trouver les bonnes solutions.**

a) Pour ce qui concerne la dette souveraine, l'impact des notations peut indéniablement diminuer : le facteur politique est fort, et sur ce point les agences ont techniquement peu de valeur ajoutée. Ceci conduit la mission commune d'information à quatre séries de propositions pour atténuer l'influence des agences auprès des acheteurs de la dette publique :

3. l'obligation pour les agences d'un **calendrier de publication des notations souveraines à date fixe**, à leur initiative, transparent et déterminé à l'avance (objectif : éviter la volatilité des notations et les interactions à chaud avec les marchés, atténuer les interférences des notes avec les échéances démocratiques des États) ;

4. la **consultation des commissions des finances du Parlement** par les agences de notation sur la dette souveraine, comme le fait le FMI dans le cadre du chapitre IV (objectif : améliorer la qualité de la notation des dettes souveraines par la prise en compte du travail parlementaire) ;

5. la publication par l'État d'une prochaine **programmation des finances publiques crédible** dans ses hypothèses macro-économiques, **réaliste** dans ses objectifs de moyen terme, et **documentée** dans ses aspects budgétaires (objectif : accroître la confiance dans la présentation des budgets par les autorités publiques de manière à rendre moins utile la consultation des notes des agences par les investisseurs) ;

6. la **certification** des comptes les plus importants des établissements de santé, et l'expérimentation de la certification de certains comptes des collectivités locales, pour faciliter la lecture des investisseurs sur la situation des comptes publics, et poursuivre le processus de certification des comptes engagé avec l'État et la Sécurité sociale (objectif : garantir la qualité des comptes aux investisseurs, sans passer par le truchement des agences) ;

*7. **L'harmonisation des comptes publics** au sein de la zone euro, organisée selon des normes adaptées, issues de comités légitimes (objectif : réduire une hétérogénéité rendant le recours au seul standard des agences indispensable pour les investisseurs).*

*Les propositions 4,5 et 6 s'adressent directement au Gouvernement, les deux autres doivent être portées par le Gouvernement auprès des autorités européennes.*

*b) Pour les autres entités que les États, les notations risquent de rester encore longtemps un point de passage obligé.*

*Les notations ne sont plus une simple opinion, comme l'illustre l'impact des erreurs qui sont commises, qu'il s'agisse de l'avenir d'une entreprise particulière ou de celui des économies. Dans ce contexte, la qualité de la note est primordiale. **C'est sur ce sujet que doivent se concentrer les efforts politiques.***

*Désormais « service d'information financière », si la modification du règlement européen sur les agences de notation est adoptée selon les vœux du Parlement européen, la note aurait un nouveau statut et doit être redéfinie. Il faut donc enrichir la note, non comme le propose le projet de règlement européen par l'ajout de commentaires techniques complexes, toujours plus ésotériques de la part des agences, car de telles annexes n'ont aucune valeur ajoutée en communication. La mission commune d'information formule deux propositions de « compléments de note » synthétiques et susceptibles d'être entendus par les médias et les marchés :*

*8. l'ajout d'un « **indice de confiance** », comme pour tout exercice de prévision, à la note (objectif : permettre à l'investisseur d'avoir une idée appropriée de la fiabilité de la note et à l'agence de s'engager sur la qualité des informations qu'elle a reçues de l'émetteur) ;*

*9. l'adjonction, dans le communiqué de presse de l'agence, d'un espace réservé, au format prédéterminé, pour un « **droit de réponse** » de l'émetteur (objectif : permettre à l'investisseur d'avoir de manière simultanée l'analyse de l'agence et celle de l'émetteur, afin d'inciter à une information totalement fiable).*

*Ces deux propositions s'adressent aux agences, qui peuvent prendre une initiative dans ce domaine, et à défaut, au Gouvernement pour qu'il les porte auprès des autorités européennes.*



## II. UNE QUALITÉ DES NOTATIONS INSUFFISAMMENT GARANTIE PAR LES MÉCANISMES DE MARCHÉ, UNE RESPONSABILITÉ JURIDIQUE ET ADMINISTRATIVE À CONSTRUIRE

Ce chapitre montre que les procédures mise en place par les agences de notation et les insuffisances du marché de la notation ne permettent pas de garantir la qualité des notations, alors que cet enjeu est crucial.

Les paramètres internes des agences – méthodologies et ressources humaines employées – n’ont fait l’objet d’aucun contrôle jusqu’en 2009.

Le fonctionnement du marché de la notation ne peut garantir la qualité des notes : la relation des agences avec les émetteurs, entreprises ou collectivités locales, est déséquilibrée ; les investisseurs sont peu sensibles aux scandales liés aux erreurs de notation ; les conflits d’intérêts sont avérés et dangereux sur le marché de la notation.

Un encadrement de ce marché incitant à la qualité doit être mis en œuvre. Il s’agit d’abord de la responsabilité civile. Il s’agit aussi, et surtout, de l’exercice effectif par les régulateurs et superviseurs de leurs responsabilités de contrôle. La réglementation existe – loi Dodd-Frank du 21 juillet 2010 aux États-Unis ; règlement du 16 septembre 2009 en Europe –, elle doit être appliquée.

### A. LA QUALITÉ DES NOTATIONS, DES PARAMÈTRES INTERNES PEU CONTRÔLÉS

De nombreux paramètres internes aux agences entrent en ligne de compte pour produire les notations. **Ces paramètres sont aujourd’hui de la seule responsabilité des agences de notation.** Ce sont elles qui définissent leurs méthodes de travail. Elles ont, et cela est justifié, une politique de gestion des ressources humaines qu’elles définissent de manière autonome, comme toute entreprise privée.

Il ne s’agit plus cependant de simples décisions de gestion interne tant elles conditionnent ensuite la vie économique. La transparence et la compréhension de méthodes, toujours contestables par nature s’agissant d’un exercice de prévision financière, sont devenues un enjeu pour les régulateurs. Dans ce domaine, les progrès sont sensibles, même si la publication de milliers de page au nom de la transparence engendre en contrepartie de la complexité et de la confusion.

Pour ce qui concerne en revanche les ressources humaines – le nombre d’analystes par dossier, la qualification et la formation continue, l’ancienneté – les zones d’ombre persistent. Les doutes doivent être levés, grâce à un examen plus approfondi de ces questions par l’Autorité européenne des marchés financiers.

## 1. Les méthodes de notations, un enjeu durablement éludé

### a) Des méthodes déterminées librement par les agences

Chaque agence élabore sa propre méthodologie de notation. Elle relève en quelque sorte d'un « secret de fabrication ». Selon l'argumentaire longtemps entretenu par les agences, la réputation et la sanction du marché agiraient comme les garants naturels de la qualité des notations. Les agences incitent d'ailleurs les utilisateurs des notations à comprendre les principes et la méthodologie utilisés. Elles ont pris, avant même que l'obligation réglementaire leur en soit faite, l'initiative de diffuser leurs méthodologies. **De fait et malgré des erreurs avérées de notation, la question de la méthodologie utilisée a été longtemps ignorée tant par les législateurs que par les superviseurs.** Elle n'a finalement été posée, avec beaucoup de précaution, que très récemment.

#### (1) La découverte tardive de l'enjeu lié aux méthodes de notation

En 2002, à la suite de la faillite d'Enron, le Sénat américain et la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ont enquêté sur les raisons qui ont conduit les agences à maintenir une bonne notation de crédit à Enron quatre jours avant sa mise en faillite. La méthodologie utilisée par les agences n'a pas été fondamentalement remise en cause. C'est plutôt le manque de pertinence et d'exhaustivité des informations transmises par Enron aux agences qui a été identifié comme la cause des erreurs d'évaluation. Les agences auditionnées alors ont fait valoir que leur procédure de notation ne prévoyait pas de contrôle de la pertinence des données communiquées par l'émetteur, tout en reconnaissant d'ailleurs rétrospectivement qu'elles n'ignoraient pas que des informations cruciales leur étaient cachées.

En 2008, la SEC a publié un rapport sur le rôle des agences de notation dans la crise financière. **Pour la première fois, parmi les objectifs affichés, sont mentionnés la compréhension des modèles d'évaluation, des méthodologies, hypothèses, critères et protocoles<sup>1</sup>.**

En effet, à la suite des dégradations de grande ampleur des notes des produits structurés après l'été 2007, l'adéquation des méthodologies, des modèles et des données utilisés, et donc la fiabilité de la notation elle-même, ont été vivement contestés.

C'est donc la première fois que l'échec méthodologique a été clairement mentionné. Le rapport de la SEC se garde pour autant de porter un jugement sur le bien-fondé de telle ou telle méthodologie. Il relève toutefois, entre autres, le défaut de publication des critères utilisés, l'absence de justification des décisions de déviation par rapport aux résultats des modèles

---

<sup>1</sup> *Rapport de juillet 2008. Page 3. « Specifically, key areas of review included: the NRSRO's ratings policies, procedures and practices, including gaining an understanding of ratings models, methodologies, assumptions, criteria and protocols... ».*

ainsi que l'insuffisance qualitative et quantitative des données recueillies sur les actifs sous-jacents.

Le rapport du Sénat américain en avril 2011 a confirmé cette analyse : de 2004 à 2007 Moody's et Standard and Poor's ont utilisé « *des modèles de notation inadaptés* ».

Les agences ont reconnu les erreurs de notation des produits structurés, tout en se montrant sûres que la qualité des notations sur les autres segments de leur activité ne serait pas démentie. Standard and Poor's a mené en juin 2010 une étude soutenant que, à l'exception des notations concernant les RMBS (*Residential Mortgage backed securities*) et certains CDO (*Collateralised debt Obligations*), les notations avaient maintenu leurs performances.

(2) Le refus persistant du législateur d'une ingérence dans les méthodes de notation

Le législateur, que ce soit aux États-Unis ou en Europe, maintient de manière constante le **principe de non-ingérence** tant dans le contenu des notations que dans les méthodes. Il justifie sa position par le souci de ne pas se trouver dans une situation de juge et partie et de préserver l'indépendance des agences de notation. **Il a expressément interdit aux autorités de supervision de se prononcer sur la qualité des modèles.**

Ainsi, la loi Dodd-Frank interdit à la SEC et à tout organisme d'État de s'immiscer dans la substance des procédures et méthodologies de notation.

De la même façon en Europe, ni l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), ni la Commission européenne, ni aucune autorité publique ne sont autorisées à interférer avec le contenu des notations ou les méthodes utilisées en vertu du règlement européen sur les agences de notation.

Pourtant, en ce qui concerne les modèles internes développés par les établissements de crédit pour évaluer leurs risques, le principe d'une validation a été retenu en Europe. Actuellement, selon la Banque de France, près de 400 modèles internes d'appréciation du risque de crédit ont été validés par les superviseurs européens (en France, l'Autorité de contrôle prudentiel).

Ces modèles internes et par nature confidentiels sont paradoxalement soumis à un contrôle méthodologique plus strict que les notes publiques des agences.

**Bizarrement donc, si la question de la pertinence des méthodes de notations s'est finalement imposée dans la réflexion sur le rôle des agences de notation, aucun superviseur, ni organisme international, n'est responsable d'une validation qui reste une prérogative des agences.**

---

<sup>1</sup> *Wall Street and the Financial crisis. Avril 2011. Page 245 « Inaccurate Rating Models ».*

Le règlement européen du 16 septembre 2009 en définit simplement les caractéristiques générales : les méthodes de notation doivent être « *rigoureuses, systématiques, sans discontinuité* ». C'est sur la base de cette définition que l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a dorénavant la responsabilité de s'assurer de la conformité des méthodes de notations<sup>1</sup> au règlement. La méthode de notation doit indiquer l'importance de chaque facteur, qualitatif et quantitatif, y compris les pondérations des différents critères. L'utilisation d'une méthode doit être systématique et toute déviation justifiée de façon objective. Les méthodes d'évaluation doivent enfin être utilisées de façon continue.

### Les critères de notation des entités publiques et privées

- Pour noter une **entreprise** privée, les agences tiennent compte de son environnement économique, de paramètres financiers et d'éléments plus qualitatifs.

Elles procèdent d'abord à une analyse des risques propres au **secteur d'activité** de l'entreprise : elles évaluent ses perspectives de croissance, le caractère plus ou moins cyclique de l'activité, le degré de concurrence entre les entreprises du secteur... Puis elles examinent la **position relative** de l'entreprise au sein de son secteur d'activité, de manière à évaluer le risque lié à sa position concurrentielle. Plusieurs facteurs sont pris en compte dans ce cadre, notamment la qualité de son **management** et la **stratégie** mise en œuvre.

L'agence procède également à l'analyse de critères financiers, organisée autour de quatre éléments principaux : la capacité de l'émetteur à dégager des **excédents** (excédent brut d'exploitation, capacité d'autofinancement) ; la **croissance** et la **rentabilité** des activités de l'émetteur ; la « flexibilité financière » qui permet de mesurer la **solvabilité** de l'émetteur en fonction de son niveau d'endettement et de ses capacités à rembourser ; la **structure du capital** qui mesure la dépendance de l'émetteur à des sources de financement externes.

- La notation de la **dette souveraine** se distingue de celle des émetteurs privés sur un point essentiel : si un État décide de ne pas rembourser sa dette, pour des raisons politiques, ses créanciers ne disposent d'aucune voie de recours. La notation doit donc prendre en compte non seulement la capacité d'un État à rembourser ses dettes mais aussi sa détermination à le faire.

Pour ce faire, les agences utilisent dans leurs analyses des **critères institutionnels et politiques** : stabilité et fonctionnement des institutions, respect de l'État de droit, fiabilité de l'appareil statistique, environnement international... Elles s'intéressent à l'historique de défaut : un pays qui a toujours honoré ses créances sera mieux noté qu'un autre ayant déjà fait défaut sur sa dette.

Elles analysent ensuite des **critères économiques et financiers** : niveau de revenu par habitant, croissance, inflation, déficit et endettement publics, pour ne citer que les principaux. Elles s'efforcent d'évaluer les dépenses contingentes qui sont susceptibles d'être mises à la charge de l'Etat en cas de crise, le coût d'un renflouement du secteur bancaire par exemple.

La notation dépend enfin des **comptes extérieurs** du pays et de la **devise** dans laquelle est libellée la dette : rembourser des créances libellées dans une devise étrangère est en effet plus difficile que de s'acquitter d'une dette exprimée dans la monnaie nationale.

---

<sup>1</sup> Règlement délégué du 21 mars 2012 complétant le règlement européen par des normes techniques de réglementation aux fins de l'évaluation de la conformité des méthodes de notation de crédit.

*b) La transparence encore insuffisante d'une notation par nature subjective*

(1) Une transparence obligatoire depuis 2009 en Europe

Les agences publient leurs méthodologies, tant en Europe qu'aux États-Unis. Les agences s'étaient d'ailleurs déjà engagées dans un premier mouvement de transparence avant toute obligation réglementaire. En réponse à la crise financière et aux nombreuses critiques émises, les agences ont de plus procédé à de nombreuses publications faisant état de modifications de méthodologie, tout particulièrement sur les produits structurés. Moody's a ainsi publié 484 adaptations ou nouvelles méthodologies sur les 12 dernières années, dont 46 % concernent les produits structurés.

Le règlement européen du 16 septembre 2009 pose une obligation générale de publication des méthodes, modèles et hypothèses de notation aux agences enregistrées en Europe. Ainsi, chaque agence doit diffuser « *les méthodes et les descriptions des modèles et des principales hypothèses de notation, telles que les hypothèses mathématiques ou corrélatives, qu'elle utilise dans ses activités de notation de crédit, ainsi que toute modification importante qu'elle y a apportée* ». La démarche de « *back-testing* », qui impose de vérifier *a posteriori* si les notes attribuées sont effectivement corrélées aux taux de défaut constatés (cf. partie I) constitue un progrès majeur, car elle permet de juger de la pertinence des méthodes.

Les exigences se trouvent sensiblement renforcées et étendues par la proposition de modification du règlement européen en discussion au premier semestre 2012. **Il est ainsi proposé une obligation de publication des erreurs détectées tant dans les méthodologies que dans leur application effective. La publication d'explications sur les hypothèses retenues (simulations de crises, limites et incertitudes attachées aux modèles utilisés) serait obligatoire. Le contenu du rapport de recherche qui doit accompagner toute émission ou modification de notation souveraine est précisé.**

Le texte proposé lie l'obligation de publication à l'exigence de disposer d'explications « *claires et aisément compréhensibles* ». L'objectif affiché est qu'un professionnel des marchés financiers soit capable, à la lecture des critères, de comprendre le processus ayant conduit à la notation par l'agence.

Le manque de transparence concernant la méthode de notation, souvent qualifiée de « boîte noire », est pourtant un reproche persistant.

Markus Krall<sup>1</sup>, qui pilote le projet d'agence européenne du cabinet de conseil Roland Berger, porte le jugement suivant sur la transparence des méthodes : « *il est aujourd'hui impossible pour une personne extérieure d'arriver aux mêmes conclusions que l'agence, même en ayant tous les*

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 2 mai 2012.

*éléments en main, car la notation repose sur un processus qualitatif qui est le fait d'experts ».*

La notation ne se limite pas, en effet, à la seule approche quantitative. Elle tient compte de critères qualitatifs. Elle est déterminée de manière ultime par un comité de notation. **Les procès-verbaux des réunions de ces comités ne sont pas publics.**

(2) La transparence au prix de la complexité

Les publications des agences des trois principales agences de notation sont très abondantes. L'objectif de la Commission européenne d'explications claires, aisément compréhensibles, semble néanmoins loin d'être acquis.

Même des professionnels ont du mal à comprendre les documents publiés. Bertrand Badré, directeur financier du groupe Société générale<sup>1</sup>, et à ce titre quotidiennement actif sur les marchés financiers, apporte le témoignage suivant : *« Leur méthodologie qui est un élément clé dans cette crise n'est pas stable. Trop souvent, et de plus en plus, parce [que les agences] sont soumises à diverses pressions, nous ne connaissons pas la manière dont s'opèrent les contrôles que nous subissons ».*

Une large majorité des investisseurs garde un jugement nuancé sur la transparence des méthodes des agences de notation, selon l'enquête<sup>2</sup> réalisée par l'IFOP pour le Sénat. Interrogés sur les qualificatifs associés à l'image des agences de notation, ils sont **58 % à considérer que la transparence des méthodes est un critère qui qualifie mal les agences de notation**. Ce pourcentage tend d'ailleurs à augmenter en fonction de l'importance des montants gérés : 67 % des investisseurs gérant annuellement plus d'un milliard d'euros considèrent la transparence des méthodes insuffisante.

Certes, la publication des méthodologies de notation diffusées par les agences est reconnue comme très largement utile par les investisseurs, à 81 %. Cependant, les méthodologies publiées sont considérées comme **trop complexes pour être exploitable par une majorité d'entre eux (56 %)**.

Malgré les règles de transparence imposées au niveau européen, la complexité des méthodologies de notation et les difficultés à prévoir des modifications parfois brutales, conduit des émetteurs pourtant aguerris à faire appel à des conseils en notation pour que le processus de notation se déroule au mieux.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 27 mars 2012.

<sup>2</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

*c) La contestation des méthodes*

Les critiques faites aux méthodes de notation sont de natures très diverses. Elles portent d'abord tout naturellement sur la définition intrinsèque de la notation, ainsi que sur la qualité et la nature des informations à partir desquelles les agences établissent leur évaluation.

Une part importante des critiques tient au non-respect par les agences des règles d'équité entre émetteurs, qui voudraient que les notations soient homogènes au sein d'un même secteur ou d'une même classe d'actifs et cohérentes géographiquement.

Les notations des agences sont déficientes à capturer, en temps voulu, la nature globale du risque. En réponse, les agences rappellent que leur évaluation a lieu « à travers le cycle économique ». Selon leur définition, la notation vise à apprécier un risque de crédit structurel et non pas conjoncturel. Les agences rappellent aussi que leurs critères d'évaluation n'incluent pas les données de marché telles que la liquidité et la volatilité des titres de dettes. Notons à ce titre que Moody's commercialise par l'intermédiaire de la société *Moody's Analytics Capital Markets Research Group (CMRG)* des notations spécifiques (*Market Implied Ratings*) intégrant les données de marché et présentées comme des compléments aux notations fondamentales de *Moody's Investors Service*.

(1) Les critiques liées à la pertinence des modèles inadaptés

La crise financière a mis en lumière de nombreuses inadéquations dans la modélisation du risque par les agences : les modèles quantitatifs utilisés particulièrement dans le cadre de la notation des produits financiers les plus complexes font l'objet de très nombreuses critiques.

Adrian Blundell-Wignall<sup>1</sup>, directeur-adjoint de la direction des affaires financières et des entreprises, conseiller spécial en charge des marchés financiers au cabinet du secrétaire général de l'OCDE, souligne que « *se posent aussi des problèmes de méthodologie du fait notamment de l'existence de biais de linéarité, la prise en compte d'une centaine de facteurs aboutissant à noyer dans la masse ceux qui pourraient être décisifs à un instant donné* ».

Certains, comme Paul Jorion<sup>2</sup> vont jusqu'à contester la possibilité même de modèles pertinents « *les agences ont pu accepter de noter des produits pour lesquels elles savaient qu'aucune méthode ne s'appliquait* ».

Au-delà de ces débats d'experts, que les agences de notations encouragent sur les sites internet en sollicitant commentaires et réactions sur leurs propositions d'adaptation de méthodologie, il s'agit bien là de prendre la mesure de la complexité et de l'innovation financière et de ses conséquences en termes d'évaluation du risque.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 27 mars 2012.

<sup>2</sup> *Idem*.

La création d'un forum, à l'initiative de l'Autorité européenne des marchés financiers, visant à systématiser les discussions sur les méthodologies de notation entre les agences, les investisseurs, les émetteurs et les milieux académiques, paraît être une voie nécessaire pour une plus grande qualité des modèles utilisés.

(2) Les critiques liées à la pertinence des données et à leur contrôle

C'est particulièrement dans le domaine de la notation des produits structurés que l'enjeu lié à la pertinence des données étudiées par les agences s'est fait sentir.

La SEC a, par exemple, publié un message interne d'un analyste d'une agence de notation. Celui-ci, par une formule édifiante, apporte un éclairage inquiétant sur la notation des produits structurés : « *il pourrait être structuré par des vaches et nous le noterions...* »<sup>1</sup>.

Catherine Gerst<sup>2</sup>, ancienne responsable de Moody's, note : « *en matière hypothécaire, il faut dix ans de données et, sur les subprimes, les agences n'avaient que deux ans de statistiques ! Elles ont accepté de noter, en sachant pertinemment qu'elles manquaient de données* ».

La notation des entreprises n'est pas exempte de cette même difficulté. François Veverka<sup>3</sup>, ancien responsable de Standard and Poor's, cite le cas de l'entreprise Parmalat (cf. partie I) qui a fait faillite, alors qu'elle disposait d'une note BBB et pour laquelle « *les informations reçues de cette entreprise bien connue étaient défailtantes, frauduleuses. Elle affichait, la veille de sa faillite, un excédent de trésorerie équivalent à quelque 7 milliards d'euros. Les agences de notation ne sont pas des auditeurs. Sinon, il leur faudrait non pas 500, mais 50 000 analystes ! Les analyses se fondent sur des informations validées, sur un dialogue avec l'émetteur : garbage in, garbage out, selon un adage du contrôle, une mauvaise information ne peut déboucher que sur une analyse erronée !* ».

Les informations traitées par les agences peuvent être de nature très diverses. Il peut s'agir d'informations financières auditées par un tiers – la responsabilité des commissaires aux comptes qui certifient les comptes est à cet égard essentielle –, d'évaluations de crédit, comme, par exemple, les notations des emprunteurs dans les crédits *subprimes*, d'informations de gestion non auditées ou d'informations confidentielles.

Deux questions se posent.

La première concerne l'opportunité d'un encadrement des informations à fournir aux agences, comme le réclament certains émetteurs.

---

<sup>1</sup> *Securities and Exchange Commission. Juillet 2008. page 12. Email n°1, Analytical Staff to Analytical staff (Apr. 5,2007,3:56 PM) « It could be structured by cows and we would rate it ».*

<sup>2</sup> *Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 14 mars 2012.*

<sup>3</sup> *Idem.*



Les agences de notation exercent selon eux des pressions sur les émetteurs pour obtenir des informations confidentielles.

La deuxième concerne la responsabilité de la qualité des informations. Selon la Fédération bancaire française, certains contrats passés entre les émetteurs et les agences prévoient une responsabilité illimitée des émetteurs pour ce qui concerne les informations transmises, mais seulement une responsabilité limitée pour les agences.

Le règlement européen de septembre 2009 indique pourtant clairement que les agences doivent adopter « *toutes les mesures nécessaires pour garantir que les informations qu'elles utilisent aux fins de l'attribution d'une notation de crédit soient de qualité suffisantes et proviennent de sources fiables* ».

## 2. La zone d'ombre des moyens mobilisés par les agences

La question des ressources humaines a été souvent évoquée comme une cause de défaillance des notations. De nombreuses insuffisances dans l'allocation des moyens, quelle qu'en soit la justification, ont été identifiées dans les témoignages reçus par le Sénat. Même si les agences doivent justifier auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) des moyens employés pour la notation, **la gestion des ressources humaines reste le parent pauvre des contrôles réalisés, comme en témoigne le caractère difficilement comparable des données présentées par les agences au moment de leur demande d'enregistrement auprès des autorités européennes.**

*a) Un nombre de dossiers par analyste peu contrôlé, des chiffres troublants*

L'évaluation du nombre de dossiers traités par analyste porte à controverse, faute de transparence dans ce domaine.

Selon l'économiste Norbert Gaillard<sup>1</sup>, « *quantitativement, on compte trop peu d'analystes au sein des agences... Au milieu des années 2000, un analyste devait noter jusqu'à 35 ou 40 émetteurs de dettes* ». Anouar Hassoune<sup>2</sup>, ancien responsable de Moody's et de Standard and Poor's, indique quant à lui un ordre de grandeur encore supérieur de **50 notations de crédit par analyste.**

En avril 2011, un rapport du Sénat américain<sup>3</sup> a mis en lumière ce qu'il qualifie de « **High Speed rating** ». Il a recensé l'insuffisance des ressources comme une des neuf causes de l'échec des notations des agences. Ni Moody's, ni Standard and Poor's n'auraient recruté suffisamment

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 13 mars 2012.

<sup>2</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 14 mars 2012.

<sup>3</sup> United States Senate. Permanent Subcommittee on investigations. *Wall Street and the Financial crisis*. Avril 2011. Page 304.

d'analystes au regard de l'accroissement significatif du volume de notation des produits structurés. A titre d'exemple, le rapport indique **qu'en 2007 Moody's affectait 26 analystes à la surveillance de 13 000 CDO.**

La Fédération bancaire française<sup>1</sup> souligne elle aussi que « *la rentabilité est devenue la seule priorité des agences de notation : le nombre croissant d'instruments et d'entreprises à noter par analyste... ont entraîné une dégradation importante de la qualité des notes* ».

Les trois principales agences de notation contestent les chiffres avancés, sans en publier jamais aucun.

Les données sont disponibles seulement dans les documents confidentiels présentés, par les agences de notation, à l'appui de leur demande d'enregistrement auprès des autorités européennes. Le manque d'homogénéité de ces données pose de réelles difficultés d'exploitation et d'interprétation. Une standardisation des données transmises par les agences paraît indispensable afin de faciliter leur comparaison.

Une première approche consiste à rapprocher le nombre d'analystes du nombre de notations. Pour Standard and Poor's et Moody's, le Sénat a procédé à un tel calcul consistant à rapprocher le nombre d'analystes travaillant pour leurs implantations en Europe avec le nombre de notations présentées en comité de notation en Europe. Les données donnent des ordres de grandeur permettant une comparaison entre les deux agences, sans qu'une notation représente évidemment la même charge de travail selon qu'il s'agisse de noter une entité ou une émission.

Mais, même pour des secteurs où la définition de la notation devrait être identique entre Standard and Poor's et Moody's, les écarts entre les deux agences sont élevés. **Moody's affiche en moyenne un nombre de dossiers suivis par analyste (23,16) plus élevé que Standard and Poor's (9,76), y compris pour les dettes souveraines (11,24 contre 4,29). Pour la notation des entreprises, l'écart est très significatif (6,13 dossiers par analyste pour Standard and Poor's ; 21,3 pour Moody's pour les seules entreprises non financières).**

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 30 mai 2012.

**Tableau n° 41 : calcul par le Sénat du rapport entre les notations et le nombre d'analystes**

<b>Standard and Poor's en Europe<sup>1</sup></b>	<b>Nombre d'analystes</b>	<b>Notations</b>	<b>Notations/analyste</b>
Entreprises et Institutions financières	193	1 183	6,13
Souverains et assimilés	56	240	4,29
Produits structurés	99	9 813	99,12
dont nouvelles émissions		1 975	19,95
<b>Total</b>	<b>348</b>	<b>11 236</b>	<b>32,29</b>
<b>Retraitement hors surveillance des produits structurés</b>		<b>3398</b>	<b>9,76</b>
<b>Moody's en Europe</b>	<b>Nombre d'analystes</b>	<b>Notations</b>	<b>Notations/analyste</b>
Entreprises	93	1 981	21,30
Institutions financières	86	4 580	53,26
Souverains et assimilés	27	304	11,24
Produits structurés	168	1 798	10,70
<b>Total</b>	<b>374</b>	<b>8 663</b>	<b>23,16</b>

Source : données présentées par Standard and Poor's et Moody's à l'appui de leurs demandes d'enregistrement

Ces chiffres, calculés par le Sénat, ne sont pas les ratios de notations par analyste produits par les agences à l'intention des autorités européennes pour obtenir leur enregistrement.

Chaque agence a sa propre méthode de calcul, liée à un recensement manifestement spécifique, et opaque, du nombre de dossiers et du nombre d'analystes. Pour Moody's, il s'agirait d'un calcul ramenant les analystes au nombre d'entités notées. Standard and Poor's n'a pas souhaité expliquer au Sénat son mode de calcul.

**Il reviendrait à l'AEMF de produire un ratio harmonisé et pertinent pour mesurer la charge de travail des analystes.**

Tous secteurs confondus, les chiffres produits par les agences leur permettent d'afficher des ratios satisfaisants, avec une moyenne comprise, selon le type de notation, **entre 8,4 dossiers par analyste et 11,4 dossiers par analyste** pour Standard and Poor's, hors produits structurés, et une moyenne comprise **entre 10,9 dossiers par analyste et 15,2 dossiers par analyste pour Moody's**.

<sup>1</sup> Pour Standard and Poor's, les chiffres transmis datent de juillet 2010 pour le nombre d'analystes et de 2009 pour le nombre de notations.

**Tableau n° 42 : calcul par les agences du rapport entre les notations et le nombre d'analystes**

Statistiques transmises pour son enregistrement par l'agence Standard and Poor's en Europe	Ratio officiel de notations par analystes		
	moyenne	10 % supérieur	10 % inférieur
Entreprises	11,4	19 ou plus	3 ou moins
Institutions financières	8,4	13,5 ou plus	2 ou moins
Souverains et assimilés	10,2	14 ou plus	5 ou moins
Produits structurés	2,0	2 ou plus	1 ou moins
Statistiques transmises pour son enregistrement par l'agence Moody's en Europe	Ratio officiel de notations par analystes		
	moyenne	10 % supérieur	10 % inférieur
Entreprises	13,8	20,3	1
Institutions financières	15,2	36,2	3,3
Souverains et assimilés	10,9	20,5	1,5
Produits structurés	3,3	6,3	1,5

Source : données présentées par Standard and Poor's et Moody's à l'appui de leurs demandes d'enregistrement ; les données présentées par Moody's ont été retraitées pour calculer la moyenne européenne.

Pourtant, un sondage interne<sup>1</sup> à Moody's (2009) soulignait que 41 % des employés de l'entreprise considéraient qu'ils n'étaient pas assez nombreux pour faire du travail de qualité, pourcentage en hausse par rapport à 2008.

Quant à Fitch, l'agence présente une moyenne de « couverture analytique », tenant compte *a priori* seulement des analystes principaux. Elle affiche des ratios peu élevés : 6,79 dossiers par analyste pour les entreprises ; 9,39 dossiers par analyste pour les institutions financières.

<sup>1</sup> Business evaluation survey 2009.

**Tableau n° 43 : taux de « couverture analytique » moyen  
affiché par Fitch en Europe**

<b>Statistiques transmises pour son enregistrement par l'agence Fitch en Europe</b>	<b>Moyenne arithmétique de « couverture analytique »</b>
Entreprises	6,79
Institutions financières	9,39
Souverains et assimilés	6,00
Produits structurés	10,10

*Source : données présentées par Fitch à l'appui de sa demande d'enregistrement*

Il paraît délicat d'encadrer sur un plan réglementaire le nombre de dossiers par analyste, comme cela a pu être proposé au Parlement européen. Le nombre de dossiers suivi varie selon le type de notation et le type de secteur suivi. Les besoins en ressources humaines sont aussi différents selon les moments : la notation de la dette souveraine des pays de la zone euro exige, par exemple, une attention plus soutenue dans la période de crise actuelle. Philippe Mills, directeur général de l'Agence France Trésor, évoque ainsi une « *surchauffe* » des agences de notation.

On ne peut que s'inquiéter de la faiblesse des contrôles réalisés dans ce domaine au moment de l'enregistrement des agences par les autorités européennes. Ainsi, l'AEMF, faisant un point d'étape de sa supervision des trois grandes agences en Europe<sup>1</sup>, s'est inquiétée de la faiblesse des ressources humaines, en nombre et en ancienneté, sur certaines notations, pour une ou plusieurs des agences contrôlées. Aucune agence n'a été citée et il n'est pas dit qu'une procédure d'infraction au règlement européen ait été lancée.

Ce constat, effectué quelques semaines seulement après la décision d'enregistrement des agences par la même institution, tend à montrer les limites de l'examen des dossiers déposés par les agences de notation pour ce qui concerne les ressources humaines.

*b) Une politique de formation des analystes à la discrétion des agences*

Il n'existe actuellement pas de contrainte formelle liant recrutement, niveau de formation et qualification des analystes. Il n'y a pas davantage d'obligations réglementaires en termes de formation professionnelle.

Le règlement européen prévoit simplement que les analystes doivent disposer « *de connaissances et d'une expérience appropriées au regard des tâches qui leur sont assignées* ». La marge d'interprétation est donc particulièrement large. Elle ne tient pas compte de la différence fondamentale de profil entre un analyste crédit pour les entreprises et un analyste notant les

---

<sup>1</sup> *Contrôles sur site du 2 au 21 décembre 2011, quelques semaines après la décision d'enregistrement des trois agences.*

produits structurés, où l'utilisation de modèles mathématiques est requise. Les différences fondamentales entre ces deux métiers, exercés sous le chapeau identique de « notation », ne sont pas prises en compte dans la réglementation, ni dans les dossiers présentés par les agences de notation à l'appui de leur demande d'enregistrement auprès des autorités européennes.

Il n'y a pas de disposition dans le règlement européen, ni dans la loi Dodd-Frank aux États-Unis, prévoyant une formation minimale pour l'exercice du métier d'analyste.

Dans son dossier présenté à l'appui de sa demande d'enregistrement auprès des autorités européennes, Moody's indique que, pour les analystes juniors, un « *bachelor degree* » est le plus souvent exigé à l'embauche. Un master, un autre diplôme plus avancé ou une certification comme celle de *Chartered Financial Analyst* ou *Certified Public Accountant* est un atout, mais pas une nécessité. En général, il semble qu'il soit exigé au moins deux années d'expérience antérieure. Les analystes seniors disposent au minimum d'un master et d'au moins quatre années d'expérience antérieure.

Il est très difficile d'obtenir des données précises sur l'investissement en formation continue réalisé par les principales agences de notation, même si toutes affichent leur volontarisme dans ce domaine.

La formation continue est assurée en interne par les principales agences de notation. Standard and Poor's a établi un programme de formation permanente sanctionné par un diplôme interne d'analyste de crédit. Tout employé assurant une fonction analytique doit accomplir chaque année au moins vingt-cinq heures de formation à l'analyse. L'obtention du diplôme interne est notamment nécessaire pour participer et voter dans un comité de notation. La réussite à l'un des niveaux du *Chartered Financial Analyst* est comptabilisée comme équivalent à vingt-cinq heures de formation interne.

La certification externe dans le domaine de l'analyse de crédit - la qualification de *Chartered Financial Analyst* - pourrait donner une garantie plus sérieuse sur la qualité de la formation continue reçue par les analystes.

A l'exception de Fitch, **aucune autre agence n'a fourni, dans ses dossiers d'enregistrement auprès des données européennes, de statistiques sur le pourcentage d'analystes disposant de cette certification externe.** Pour Fitch, selon un document de 2009, seulement 14 % des analystes au niveau mondial disposaient de la certification de *Chartered Financial Analyst*.

**À l'instar de cette qualification de *Chartered Financial Analyst*, un système de certification professionnelle assuré par un organisme indépendant et reconnu par les autorités européennes pourrait être inclus dans les exigences réglementaires vis-à-vis des agences.** On peut rappeler qu'à Hong Kong, la réglementation prévoit une certification préalable, non seulement des agences de notation, mais aussi, à titre individuel, des analystes.

*c) Une ancienneté et un turn-over qui doivent être source d'attention*

Au sein des trois principales agences de notation en Europe, selon les dossiers présentés par les trois grandes agences de notation à l'appui de leur demande d'enregistrement auprès des autorités européennes, 62 % des analystes affectés à la notation des entreprises avaient moins de cinq années d'ancienneté. Ce chiffre s'élève à 71 % pour Fitch.

Pour la dette souveraine, 78 % des analystes de Moody's avaient moins de cinq ans d'ancienneté, dont 30 % moins de deux ans d'ancienneté.

**Tableau n° 44 : ancienneté des analystes de Standard and Poor's, Moody's et Fitch en Europe (2009-2010)**

<b>Standard and Poor's en Europe</b>	<b>&lt; 2 ans</b>	<b>2 à 5 ans</b>	<b>&gt; 5 ans</b>
Entreprises et Institutions financières	13 %	35 %	51 %
Autres	10 %	14 %	76 %
Souverains et assimilés	11 %	38 %	52 %
Produits structurés	11 %	53 %	36 %
<b>Total</b>	<b>12 %</b>	<b>39 %</b>	<b>49 %</b>
<b>Moody's en Europe</b>	<b>&lt; 2 ans</b>	<b>2 à 5 ans</b>	<b>&gt; 5 ans</b>
Entreprises	16 %	48 %	35 %
Institutions financières	22 %	44 %	34 %
Souverains et assimilés	30 %	48 %	22 %
Produits structurés	13 %	52 %	36 %
<b>Total</b>	<b>17 %</b>	<b>49 %</b>	<b>34%</b>
<b>Fitch en Europe</b>	<b>&lt; 2 ans</b>	<b>2 à 5 ans</b>	<b>&gt; 5 ans</b>
Entreprises	17 %	54 %	29 %
Institutions financières	17 %	54 %	29 %
Produits structurés	7 %	74 %	19 %
<b>Total</b>	<b>13 %</b>	<b>59 %</b>	<b>28 %</b>

Source : données présentées par les trois grandes agences à l'appui de leur demande d'enregistrement

Enfin, en ce qui concerne la notation des produits structurés, le pourcentage d'analystes ayant moins de cinq ans d'ancienneté s'élève à 70 % en moyenne. Au sein de Fitch, 81 % des analystes de produits structurés ont moins de cinq années d'ancienneté. Dans un domaine où les produits sont particulièrement complexes, l'expérience des analystes est pourtant encore plus nécessaire.

Certes, la gestion de carrière des analystes relève plus des choix de gestion de chaque agence que de l'intervention du régulateur. **Pour autant, un travail effectif de contrôle de la gestion des ressources humaines par l'AEMF, dès la procédure d'enregistrement, permettrait de rassurer les émetteurs, les investisseurs et le public sur la qualité des analystes.**

## ***B. LE « MARCHÉ », UN GARDE-FOU BIEN MODESTE, PARFOIS UN POUSSE AU CRIME***

La qualité des notations devrait également être garantie par des facteurs externes. En effet, le poids des agences de notation repose principalement sur la confiance que leur accordent les investisseurs. Elles devraient donc être incitées à protéger leur réputation. Pourtant, ce garde-fou fonctionne mal.

Contrairement à ce que laisse entrevoir le modèle de rémunération « émetteur-payeur », les entreprises ou les collectivités locales ne se situent pas en position de force face aux agences de notation. S'il existe un dialogue entre l'agence et l'émetteur, celui-ci ne s'apparente pas à une négociation, que ce soit sur les tarifs ou sur la note proprement dite.

Pour leur part, les investisseurs ne rémunèrent pas les agences mais ils sont les principaux « consommateurs » de notes. Les agences ne peuvent se permettre de perdre leur confiance. À cet égard, les récentes mises en cause des agences de notation, en particulier sur les produits titrisés, les *subprimes*, n'ont eu que des conséquences limitées. Si les investisseurs clament ne plus faire « aveuglement » confiance aux agences de notation, la réalité montre qu'elles conservent une forte influence.

Pour autant, les agences de notation font face à de réels conflits d'intérêts. Les évolutions récentes de la réglementation ont tenu compte de cette situation. Néanmoins, on peut légitimement se demander si un modèle économique différent serait de nature, par son fonctionnement propre, à améliorer la qualité des notations. Un changement de modèle vers celui « d'investisseur-payeur » pourrait être étudié dans le cas des produits structurés, là où les conflits d'intérêts sont particulièrement flagrants.

### **1. Des entreprises en position de faiblesse face aux agences**

Hormis le cas des notations « non sollicitées » (et non rémunérées), ce sont les émetteurs qui demandent à être notés par une ou plusieurs agences de notation et qui rémunèrent le service rendu. **La sélection et la rémunération par l'émetteur sont de prime abord des facteurs favorables à l'apparition de conflits d'intérêts.**

L'émetteur souhaitant naturellement obtenir la note la plus élevée possible, il est tenté d'user de son pouvoir de commanditaire, son « pouvoir de marché », pour imposer ses conditions à l'agence de notation. En réalité, sauf pour la titrisation, cette idée doit être nuancée.

Les émetteurs, publics ou privés, **font aujourd'hui unanimement valoir qu'ils sont plutôt en « situation de faiblesse » par rapport aux agences de notation qu'il s'agisse de la note attribuée ou des tarifs pratiqués.**



*a) Un processus de notation à sens unique*

(1) Un dialogue « contradictoire »

Entre l'émetteur et l'agence de notation, il existe bien évidemment un dialogue approfondi. François Veverka, ancien responsable de Standard and Poor's, explique ainsi : « *dans 99 % des cas, la notation est demandée par l'émetteur qui espère ainsi attirer les investisseurs et obtenir de meilleures conditions d'émission. La démarche est donc consensuelle et coopérative* »<sup>1</sup>.

Le processus de notation s'organise ensuite d'un commun accord entre l'émetteur et l'agence de notation. L'émetteur transmet les informations, y compris confidentielles, nécessaires au travail d'analyse. Au surplus, une ou deux fois par an<sup>2</sup>, les analystes rencontrent physiquement l'émetteur : le directeur financier et ses équipes sont alors invités à exposer la trajectoire financière de l'entreprise, à présenter les principaux risques qu'elle rencontre mais aussi la situation de son secteur économique, sa stratégie, etc. Ce travail est complété par des échanges téléphoniques et électroniques.

Au terme de cette procédure que les agences qualifient de « contradictoire », un comité de notation décide souverainement de la note de l'entreprise puis lui transmet l'information avant de la communiquer au marché. Le règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation impose en effet que, au minimum, douze heures<sup>3</sup> avant sa diffusion, le communiqué de l'agence est transmis à l'émetteur pour information et vérification formelle. Celui-ci peut encore corriger des erreurs factuelles.

**L'émetteur n'est pas invité à s'exprimer devant le comité de notation et la procédure décrite ci-dessus ne lui permet pas réellement de contester la note émise.**

Au total, les émetteurs estiment que les notations sont imposées et non pas négociées. Ce constat n'est pas fondamentalement remis en cause par les agences de notation. Elles mettent, pour leur part, l'accent sur le dialogue conduit avec l'émetteur, nécessaire à la qualité de la note, sans que celui-ci vienne nuire à leur indépendance.

(2) Des incompréhensions persistantes

De l'avis des émetteurs rencontrés, les rencontres avec l'agence sans être « inquisitoriales » apparaissent clairement à « sens unique ». L'émetteur fait naturellement valoir ses arguments, en particulier au regard de sa situation par rapport à ses concurrents, pour justifier d'une notation la meilleure possible.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 14 mars 2012.

<sup>2</sup> Ces échanges ont lieu aussi souvent que nécessaires et, en particulier, à chaque fois que se produit un événement susceptible de modifier l'appréciation de l'agence.

<sup>3</sup> Section D du règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

Toutefois, à partir des données recueillies, les agences opèrent des retraitements que de nombreux émetteurs, malgré la transparence des méthodologies, ont assuré « *ne pas toujours comprendre* ». C'est pour cette raison notamment que certaines entreprises, y compris parmi les plus grandes, font appel à des conseils en notation<sup>1</sup>.

La situation de relative faiblesse de l'émetteur explique le recours à ce type de conseil auxquels deux types de missions sont confiés : « *des missions de première notation, pour des clients qui n'ont jamais été notés et sont un peu perdus ; et des missions d'accompagnement, pour des entreprises qui font face à une conjoncture difficile et que nous aidons à trouver de bons arguments analytiques* »<sup>2</sup>. Bien que « *les agences de notation [aient] consenti un réel effort de transparence [...] un document de 70 pages détaillant les critères doit être expliqué à l'émetteur* ». Nicolas d'Hautefeuille, conseil en notation, estime que « *la notation est un métier très technique et il faut éviter que des critères incohérents ne créent des distorsions* ».

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 29 mai 2012.

<sup>2</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 29 mai 2012.

### **Une distorsion de notation injustifiée entre EADS et Boeing**

Les entreprises opérant dans le même secteur d'activité doivent être notées selon les mêmes critères. Par exemple, la note de l'entreprise EADS doit être cohérente avec celle émise pour son principal concurrent, Boeing.

Or, il y a quelques années, EADS était notée BBB + tandis que Boeing bénéficiait d'un A+. En soi, la note BBB + pouvait entraîner un risque de liquidité pour EADS qui dispose d'importantes positions de change en dollars.

L'entreprise a donc demandé à un conseil en notation de mener un travail comparatif, au regard de la méthodologie appliquée par l'agence de notation, pour savoir si la distorsion de notation était bien justifiée.

Dans sa méthodologie, l'agence pondérerait plus fortement le profil financier des entreprises par rapport à leur profil industriel, c'est-à-dire qu'elle attachait plus d'importance à leur rentabilité : sous cet angle, la note de Boeing était justifiée puisque la société américaine dégagait 10 % de marge contre seulement 1 % pour sa concurrente européenne.

Mais la marge comptable présentée par Boeing était basée sur des comptes aux normes américaines (US GAAP) tandis que celle d'EADS l'était sur des comptes aux normes internationales (IFRS). Cette particularité emporte des conséquences importantes sur la manière de comptabiliser les investissements – qui s'élèvent, dans le secteur aéronautique, à plusieurs milliards d'euros.

Or, une fois les comptabilités retraitées et ajustées pour être comparables, il est apparu que la marge dégagée par EADS ne justifiait pas un écart de notation avec Boeing. Sa note a donc été relevée à A après démonstration du conseil en notation et intervention auprès de l'agence. Celle-ci avait donc commis en l'espèce une distorsion injustifiée de notation.

*Source : audition de M. Nicolas d'Hautefeuille, responsable du conseil en notation du groupe Crédit agricole, le 29 mai 2012.*

Le but des agences est bien évidemment d'essayer de maintenir une cohérence forte des notations à travers le monde et au sein d'un même secteur d'activité. Pour ce faire, la composition du comité de notation est cruciale. Outre les analystes de l'entreprise, on y trouve des analystes seniors qui ont une connaissance approfondie du secteur d'activité et de la zone géographique.

Néanmoins, force est de constater que cette précaution est insuffisante dès lors que la notation, reposant sur une méthodologie très fine, devient un processus de plus en plus technique. Le comité de notation fonde sa décision sur le travail et les calculs réalisés par les analystes et n'est probablement pas capable d'identifier un problème tel que celui décrit ci-dessus. Au surplus, l'émetteur ne dispose que d'un temps très limité pour examiner le communiqué de l'agence.

Le travail effectué en amont, en lien avec les conseils en notation, est donc déterminant pour assurer une notation de qualité, c'est-à-dire reflétant au

mieux les fondamentaux de l'entreprise. En tout état de cause, **il n'y a jamais de négociation sur la note attribuée, même si certaines dégradations sont parfois différées dans le temps au regard des arguments présentés par les entreprises.**

### **Un jugement sévère : l'analyse des émetteurs du secteur financier français sur la qualité des notes**

*« Depuis quelques années, les relations entre les banques européennes et les grandes agences de notation se sont nettement détériorées.*

*La rentabilité est devenue la seule priorité des agences de notation : le nombre croissant d'instruments et d'entreprises à noter par analyste, l'exploitation mécanique d'immenses tables de données universelles remplies par les émetteurs de façon sans doute hétérogène, et la multiplication d'erreurs de calcul ou d'interprétations erronées qui en résultent, ont entraîné une dégradation importante de la qualité d'analyse.*

*En l'absence de réglementation dans ce domaine, les agences de notation exercent une pression extrêmement forte sur les banques européennes pour obtenir de l'information confidentielle. Parmi les informations demandées figurent les résultats estimés, le PV de conseils d'administration, les tirages LTRO (Long Term Refinancing Operation), les ratios de liquidité Bâle 3, etc.*

*Les agences de notation ne respectent pas leur propre méthodologie. Dans certains cas, des changements méthodologiques majeurs sont annoncés ou mis en œuvre en contradiction avec la réglementation en vigueur sans consultation et sans explications suffisantes pour le marché et les émetteurs.*

*Les méthodologies en vigueur contiennent un fort biais américain, notamment dans l'analyse financière qui privilégie les normes comptables américaines plutôt que les IFRS, ainsi que dans le mode de calcul du nouveau ratio de solvabilité chez Standard and Poor's ou dans la méthodologie applicable aux obligations sécurisées.*

*Certaines méthodologies sous-tendent des pratiques abusives (par exemple dans la notation d'un fonds, l'obligation faite à ce fonds de faire noter tous ses actifs et ses contreparties par une même agence), qui permettent aux grandes agences d'accroître leurs parts de marché. »*

*Source : contribution écrite de la Fédération bancaire française (FBF) pour l'audition de Pierre de Lauzun, directeur général délégué, devant la mission commune d'information le 30 mai 2012.*

#### *b) Des émetteurs « prisonniers » des agences de notation*

##### *(1) Une relation contrainte*

La notation est un point de passage presque incontournable pour tous les émetteurs du marché obligataire, dès lors qu'ils sont importants et/ou réguliers, mais c'est aussi un **point de non-retour**. Ainsi, Hervé Philippe, directeur général délégué et *chief financial officer* du groupe Havas, déclare que **« nous n'avons pas voulu entrer dans un engrenage »**<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.

Il apparaît en effet très délicat pour un émetteur de rompre le contrat qui le lie à une agence de notation. Tout d'abord, parce que l'oligopole formé par les trois grandes agences le contraint à choisir l'une d'elles. Selon plusieurs témoignages recueillis par le Sénat, l'agence Fitch n'est pas encore suffisamment reconnue par les investisseurs sur certains marchés. Le choix peut alors se limiter, en pratique, à deux agences.

Ensuite, un émetteur qui mettrait brutalement fin à ses relations avec une agence s'exposerait à un important préjudice de réputation. Le signal envoyé aux investisseurs aurait tôt fait d'être interprété négativement. L'émetteur devrait prouver au marché que sa décision résulte d'erreurs avérées, manifestes, de la part de l'agence et non d'une réaction « d'humeur » face à une dégradation.

C'est pourquoi seuls les émetteurs les mieux notés, sûrs de leur fait, souvent non cotés, peuvent se permettre de changer d'agence de notation. Mais, en réalité, on observe une grande stabilité dans les relations commerciales entre les agences et les émetteurs. Ce sont donc bien les agences qui possèdent un « pouvoir de marché ».

## (2) Un pouvoir de facturation dans les mains des agences

Le 27 février 2012, douze des plus grandes entreprises allemandes<sup>1</sup> ont adressé un courrier à Standard and Poor's dans lequel elles soulignent une augmentation « *significant* », de l'ordre du double par rapport aux années précédentes, de la tarification opérée par l'agence. Les signataires estiment également que cette situation souligne le caractère monopolistique du marché de la notation puisque les émetteurs ne peuvent contester ces tarifs<sup>2</sup>. Si Standard and Poor's ne revenait pas à ses honoraires antérieurs, chaque entreprise se réserverait individuellement le droit de mener « d'autres actions ».

Cette augmentation des tarifs des agences de notation, en particulier de l'une d'entre elles, a été corroborée par plusieurs émetteurs. Tout comme leurs homologues allemands, ils ont fait part d'une certaine impuissance face à cet état de fait.

Selon plusieurs témoignages recueillis par le Sénat, la capacité de négociation est d'autant plus forte que la note de la société est élevée. Autrement dit, plus l'entreprise est susceptible de mettre fin à la relation commerciale sans risque d'un préjudice de réputation et plus l'agence est attentive à la modération de ses frais.

Il est ainsi possible – si ce n'est probable – que la lettre rendue publique par les sociétés allemandes ait été conçue comme un premier signal envoyé au marché. Ces entreprises font savoir qu'elles sont susceptibles

---

<sup>1</sup> Bayer, Bertelsmann, Continental, Daimler, Lufthansa, Deutsche Post, E.ON, Henkel, Linde, RWE, Siemens, Volkswagen.

<sup>2</sup> “The same holds true for your way to present a unilaterally defined fee schedule as a fact to be accepted by customers, a method suggesting a monopoly market”.

d'abandonner la notation par Standard and Poor's et que cette décision n'est pas la conséquence d'une divergence d'analyse sur la note elle-même. Toutefois la conclusion prudente du courrier – chaque entreprise individuellement se réserve le droit d'engager d'autres actions – montre la réticence des émetteurs à engager de telles « actions ». En effet, il n'est pas évident qu'elles obtiennent des conditions tarifaires plus clémentes auprès de la concurrence.

La situation des émetteurs publics est un peu différente puisqu'ils doivent se conformer au droit de la commande publique, dans lequel le prix joue un rôle déterminant dans le choix du prestataire.

Aux termes du règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation, celles-ci sont seulement tenues de publier la « **nature générale de leur régime de rémunération** ». La sujétion demeure minime. Elle consiste principalement à divulguer des grilles de tarification particulièrement vagues<sup>1</sup>.

**La nature oligopolistique de l'activité de notation devrait au contraire amener à faire la lumière sur les honoraires perçus par les agences au titre du service rendu, à l'instar de l'obligation existante pour la certification des comptes.** Dans ce dernier cas, le rapport annuel de la société indique précisément le montant versé aux commissaires aux comptes<sup>2</sup>.

Cette transparence présenterait plusieurs avantages. Tout d'abord, elle conduirait naturellement les émetteurs à opérer une comparaison entre agences. A défaut de stimuler la concurrence, elle permettrait à tout le moins de modérer leur pouvoir de marché. Une initiative telle que celle des sociétés allemandes mentionnées plus haut serait d'autant plus solide. Elle conduirait aussi à faire mieux apparaître les notations « non sollicitées ».

Elle aurait également pour vertu d'identifier les entreprises qui ont le plus recours aux agences, notamment pour des missions de conseil, et de déterminer si une agence n'est pas excessivement liée à une entreprise.

Pour des raisons pratiques, l'obligation devrait incomber aux émetteurs, qui publieraient dans leur rapport annuel le montant de toutes les sommes versées aux agences de notation. Elles devraient être clairement distinguées en fonction de la prestation réalisée par l'agence (notation d'une émission, conseil, etc.).

---

<sup>1</sup> La modification du règlement européen en cours de discussion au premier semestre 2012 prévoit que « les agences de notation de crédit veillent à ce que les commissions facturées à leurs clients pour la fourniture de services de notation et de services accessoires soient non discriminatoires et basées sur les coûts réels. Les commissions facturées pour des services de notation ne sont pas liées au niveau de la notation du crédit émise par l'agence de notation de crédit, ni en aucune manière aux résultats des tâches effectuées ».

<sup>2</sup> La modification du règlement européen susmentionnée prévoit seulement de communiquer ces informations à l'Autorité européenne des marchés financiers.

## 2. Les investisseurs : « rien oublié, rien appris »

Assurément, le discours des investisseurs à l'égard des agences de notation est empreint d'une certaine ambivalence.

### a) Une défiance affichée

Peter Etzenbach, en charge des investissements d'Allianz France, explique ainsi que son entreprise a perdu de l'argent en investissant, sur le fondement des notations, dans des produits titrisés de type *subprimes* : « *c'est l'une des leçons que je tire de 2007 et l'un des reproches que l'on peut faire aux investisseurs. Nous ne refaisons plus ces erreurs : au moment de faire nos choix d'investissements, nous ne regardons plus les notations que comme de simples références* »<sup>1</sup>.

De même, Eric Le Coz, directeur général adjoint de Carmignac Gestion, estime que « *nous nous référons très peu aux agences de notation. [...] Nous ne considérons pas qu'il s'agisse d'un indicateur de risque pertinent. [...] N'accordons pas à ces agences plus d'importance que les photographies qu'elles nous donnent à voir* ».

En revanche, Patrick Barbe, responsable de la gestion obligataire chez BNP Asset Management, concède que « *les intervenants sur les marchés et les investisseurs achètent des émetteurs en fonction de leur notation, sans examiner eux-mêmes les risques encourus. Les agences ont remplacé la recherche interne que tout investisseur est censé mener et qu'il faut réactiver* ».

Les mêmes émettent globalement de vives réserves sur les méthodes de travail et la pertinence des agences de notation. Jürgen Gerke, directeur financier d'Allianz France, indique ainsi que « *les agences nous notent aussi [...] Quand je me fais noter, je constate que les agences regardent le passé et très peu le futur* ». Patrick Barbe renchérit en précisant que « *les règles du rating ne sont pas adaptées aux risques d'État, fondamentalement différents des risques de faillite qu'assument les actionnaires d'une entreprise et qui doivent s'évaluer à long terme. [...] Les méthodes des agences de notation sont biaisées* ». Et Eric Le Coz de conclure : « *nous n'avons pas confiance dans la méthodologie qui n'aboutit qu'à donner une photographie à un instant donné, sur la base de données partielles et sans prendre en compte les éléments dynamiques* ».

### b) Une confiance maintenue dans les faits

Pourtant, l'enquête<sup>2</sup> réalisée par l'IFOP pour la mission commune d'information auprès des investisseurs professionnels (français) sur la

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 11 avril 2012.

<sup>2</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

confiance portée aux agences de notation montre que ceux-ci gardent malgré tout une bonne image des agences de notation. Près de 65 % des sondés estiment qu'elles sont globalement plutôt rigoureuses dans leurs analyses.

**Tableau n° 45 : Pour chacun des qualificatifs suivants, diriez-vous qu'il correspond bien ou mal à l'image que vous avez des agences de notation ?**

	<b>TOTAL Bien</b>	Très bien	Assez bien	<b>TOTAL Mal</b>	Assez mal	Très mal	Nsp	TOTAL
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
• Rigoureuses dans leurs analyses .....	<b>65</b>	11	54	<b>35</b>	31	4	-	100
• Impartiales .....	<b>57</b>	8	49	<b>43</b>	31	12	-	100
• Responsables par rapport à l'impact des notes exprimées ...	<b>56</b>	8	48	<b>44</b>	31	13	-	100

*Source : Enquête IFOP réalisée pour le Sénat auprès de 352 utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité.*

Une analyse plus détaillée du tableau précédent permet également d'évaluer comment les récentes mises en cause des agences de notation ont influé sur le jugement des investisseurs.

De manière assez logique, peu d'investisseurs ont changé d'opinion s'agissant des obligations d'entreprise qui n'ont donné lieu, ces derniers mois, à aucun « scandale ». En revanche, il est plus étonnant de constater que le pourcentage d'investisseurs ayant modifié leur perception des agences de notation sur les produits structurés n'atteigne même pas 50 % alors qu'il s'agit du segment du marché qui a fait l'objet des plus fortes dégradations.



**Tableau n° 46 : Les polémiques sur le rôle des agences de notation ont-elles modifié la confiance que vous accordez à celles-ci en ce qui concerne... ?**

	<b>TOTAL Oui</b>	Oui, tout à fait	Oui, plutôt	<b>TOTAL Non</b>	Non, plutôt pas	Non, pas du tout	Nsp	TOTAL
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
• La dette souveraine .....	<b>47</b>	19	28	<b>52</b>	24	28	1	100
• Les produits structurés .....	<b>46</b>	16	30	<b>52</b>	26	26	2	100
• Les obligations d'entreprise ...	<b>37</b>	13	24	<b>63</b>	34	29	-	100

Source : Enquête IFOP réalisée pour le Sénat auprès de 352 utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité.

Si les investisseurs sont conscients des limites inhérentes à la notation, ils continuent pour autant de la regarder avec attention.

Ainsi, d'après le sondage IFOP, près des deux tiers des investisseurs admettent recourir aux notations dans leurs choix d'investissement, dont 12 % pour lesquels il s'agit d'un « critère déterminant ».

**Tableau n° 47 : Diriez-vous que les notes attribuées par les agences de notation influencent vos choix d'investissement ?**

	Ensemble (%)
<b>TOTAL Oui.....</b>	<b>64</b>
• Oui, il s'agit d'un critère déterminant .....	12
• Oui, mais il ne s'agit que d'un critère parmi d'autres .....	52
<b>Non, vos décisions ne sont pas fondées sur les notes attribuées par les agences .....</b>	<b>36</b>
TOTAL .....	100

Source : Enquête IFOP réalisée pour le Sénat auprès de 352 utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité.

Là encore, un phénomène de marché paradoxal est à l'œuvre, qui découle notamment des règles d'investissement internes (cf. partie I). Ces règles ont contribué à enfermer les investisseurs dans des carcans étroits dont la notation est la seule référence. **Le fait que certains investisseurs fondent exclusivement ou principalement leurs décisions sur la notation conduit les autres intervenants sur le marché à regarder ce critère. En effet, il est fondamental, lors de l'achat d'un actif, d'identifier quelles**

**sont les possibilités de le revendre. Or, en cas de dégradation, il peut alors devenir impossible de trouver un acheteur.**

Par ailleurs, les clients des gestionnaires d'actifs sont, pour leur part, attentifs à la notation. Dès lors, les gestionnaires sont contraints d'expliquer leurs choix d'investissement – et les éventuelles divergences – au regard de celle-ci.

Ce sont donc près des deux tiers des investisseurs qui utilisent toujours la notation de manière privilégiée dans leurs choix d'investissement. Plus intéressant, comme le montre le tableau ci-dessous, ce sont les investisseurs qui gèrent les volumes les plus importants qui se reposent le plus sur les agences (85 %). De même, le pourcentage des investisseurs pour lesquels il s'agit d'un critère déterminant est également le plus élevé parmi ceux qui gèrent plus d'un milliard d'euros d'actifs (20 %).

**Tableau n° 48 : le niveau d'impact des notes attribuées par les agences de notation sur les choix d'investissement**

	Oui, il s'agit d'un critère déterminant	Oui, mais il ne s'agit que d'un critère parmi d'autres	TOTAL Oui	NON, vos décisions ne sont pas fondées sur les notes attribuées par les agences
	(%)	(%)	(%)	(%)
<b>ENSEMBLE</b>	<b>12</b>	<b>52</b>	<b>64</b>	<b>36</b>
<i>MONTANT ANNUEL GERE</i>				
Moins de 50 millions d'euros	5	54	59	41
De 50 à moins de 250 millions d'euros	14	45	59	41
De 250 millions à moins d'un milliard d'euros	7	50	57	43
1 milliard d'euros et plus	<b>20</b>	65	<b>85</b>	15

Source : Enquête IFOP réalisée pour le Sénat auprès de 352 utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité.

Ce résultat va à l'encontre de remarques habituellement formulées. En effet, **il semble admis que seuls les « grands » investisseurs sont capables de mener leur propre analyse du risque tandis que les « petits » seraient inexorablement dépendants des agences.**

En réalité, ce constat est moins étonnant qu'il n'y paraît. Les représentants du groupe Allianz ont par exemple indiqué que celui-ci gérait plus de 1 200 milliards d'euros d'investissements (soit environ 60 % du PIB français). Les grands investisseurs institutionnels mondiaux peuvent gérer des masses d'actifs encore plus importantes dont le suivi se révèle par conséquent délicat, même pour de tels groupes. Une certaine automatisation des procédures devient dès lors nécessaire, par exemple au travers d'un recours aux notations. Peter Etzenbach, responsable des investissements pour Allianz France, concède que *« la notation, c'est aussi un signal d'alarme. Je ne suis pas au jour le jour chacune des composantes de mon portefeuille. Les agences de notation le font »*<sup>1</sup>.

À l'inverse, un « petit » gestionnaire sera plus libre de réaliser des investissements au cas par cas et de s'affranchir de la notation. Eric Le Coz, directeur général adjoint de Carmignac Gestion, explique ainsi : *« La titrisation des emprunts hypothécaires américains, notés triple A, c'était merveilleux ! Les gens en achetaient, parce que c'était triple A et parce que cela rapportait 15 points de base de plus que les bons du Trésor américains. Nous ne l'avons pas fait, parce que nous ne comprenions pas ce que c'était. Mais nous aimons le risque. J'ai acheté de l'emprunt brésilien en 2002, un mois avant l'élection de Lula, à 28 % sur cinq ans en euros, parce que je suis allé au Brésil étudier le risque »*<sup>2</sup>.

### 3. Des conflits d'intérêts désormais mieux surveillés

#### a) Des conflits d'intérêts au cœur de la notation des produits structurés

Faut-il conclure du rapport de force actuel entre les émetteurs et les agences de notation qu'il n'existe aucun conflit d'intérêts ? La notation des entreprises ou des collectivités publiques n'a pas, semble-t-il, créé les conflits d'intérêts redoutés, au sens où ni les émetteurs ni les investisseurs n'ont la capacité d'influencer la formation de la note.

En revanche, les dégradations massives intervenues sur les produits structurés de type *subprimes* suite à la crise de 2007-2008 ont permis de constater que les agences de notation avaient, en toute connaissance de cause, surévalué des produits financiers.

Catherine Gerst, ancienne responsable de Moody's considère que, *« en matière hypothécaire, il faut dix ans de données et, sur les subprimes, les agences n'avaient que deux ans de statistiques ! Elles ont accepté de noter, en sachant pertinemment qu'elles manquaient de données, parce que si l'une des grandes refusait, la deuxième ou la troisième aurait accepté, ou les*

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 11 avril 2012.

<sup>2</sup> *Idem.*

*petites agences qui pullulent sur l'énorme marché américain. Il y a trop de concurrence entre les agences ! »<sup>1</sup>.*

L'argument de la concurrence n'est pas recevable. Ainsi, Marc Ladreit de Lacharrière explique<sup>2</sup>, que la part de marché de Fitch dans les produits structurés était passée de 85 % en 2000 à 40 % en 2006. C'est pourquoi, ajoute-t-il, « j'ai [...] été choqué de lire dans la presse ce qu'a dit Mme Catherine Gerst, ex-collaboratrice de Moody's, lors de son audition devant votre mission, qui a affirmé « qu'aucune agence de notation n'a pressenti la dangerosité des supbrimes ! ». Elle a prétendu qu'il s'agissait « d'un énorme marché sur lequel toutes les agences se sont précipitées, aucune n'ayant eu le courage de refuser » : *comme vous pouvez le constater, ce n'est pas vrai ! ».*

D'ailleurs, le rapport du Sénat américain sur la crise financière<sup>3</sup>, dit « rapport Levin », révèle que **la volonté des agences d'accroître leurs parts de marché dans le secteur de la notation des produits structurés les aurait conduites à être moins rigoureuses et à accorder des notes plus élevées afin de satisfaire leurs clients.** Les banques d'investissement qui élaborent les produits structurés auraient fait pression sur les agences pour qu'elles assouplissent leurs critères de notation, en les menaçant de s'adresser à une agence concurrente si elles n'obtenaient pas satisfaction. Le « *ratings shopping* », c'est-à-dire la pratique consistant pour un émetteur à choisir l'agence qui lui attribue la note la plus élevée, aurait entraîné une **dégradation de la qualité de la notation.**

Le « rapport Levin » souligne que, alors que leurs profits étaient élevés, **les agences de notation n'ont pas accru suffisamment leurs moyens humains pour faire face à une charge de travail en constante augmentation.**

De nombreux témoignages recueillis par la sous-commission Levin confirment que les analystes chargés d'étudier les produits financiers structurés avaient une charge de travail excessive, qui ne leur permettait pas de produire des notes de qualité. Un analyste employé chez Moody's a indiqué par exemple que le service chargé de noter certains de ces produits – les CDO – comptait sept juristes en 1999 et douze en 2006, tandis que le nombre d'émissions notées chaque année était passé, dans le même temps, d'une soixantaine à environ six cents !

Les services chargés de surveiller la note des titres déjà émis, et de proposer de la dégrader le cas échéant, manquaient également de personnel : chez Moody's, en 2007, vingt-six analystes étaient censés suivre les 13 000 CDO notés par l'agence. Chez Standard and Poor's, les salariés

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 14 mars 2012.

<sup>2</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 9 mai 2012.

<sup>3</sup> *United States Senate, Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse, 13 avril 2011.*

chargés de la surveillance consacraient, en réalité, jusqu'à 25 % de leur temps de travail à la notation de nouveaux titres.

Plus l'appétit des investisseurs était accru pour des produits titrisés notés AAA et plus les banques « arrangeuses » sollicitaient les agences. Markus Krall, porteur du projet du cabinet Roland Berger d'agence de notation, rappelle ainsi : « *Voyez le marché des subprimes, de la titrisation des crédits immobiliers américains : il y avait une incitation à multiplier les crédits hypothécaires, au point que le marché est passé de 300 à 3 000 milliards de dollars en six ans, avant que la bulle n'éclate. Dans des conditions de crédit normales, si les agences évaluant le risque avaient bien fonctionné, la moitié de ce volume n'aurait jamais été créé !* »<sup>1</sup>. **Les agences de notation semblent donc avoir sciemment entretenu un marché qu'elles savaient très rémunérateur.**

Pour Markus Krall, « *le modèle émetteur-payeur est au cœur du conflit d'intérêts actuel des agences de notation. Il est apparu à la fin des années 1960 avec le développement de la photocopie et l'absence de droits, qui a entraîné la diffusion à grande échelle de l'information. L'industrie de la notation a réagi en passant d'un modèle investisseur-payeur à un modèle émetteur-payeur, sans anticiper les conséquences désastreuses de ce changement quarante ans plus tard...* »

**Les conflits d'intérêts étaient évidemment bien réels. Cependant, la légèreté avec laquelle les agences ont mené leur travail durant cette période montre qu'elles n'ont pas seulement subi le bon vouloir des émetteurs. Elles ont été leurs complices actives. À cet égard, on peut parler autant de convergences ou de conjonctions d'intérêts que de conflits d'intérêts<sup>2</sup>.**

*b) Les liens entre actionnaires des agences de notation et entité notée*

L'exposé des motifs de la proposition de modification du règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation rappelle que « *l'indépendance d'une agence de notation peut également souffrir d'un éventuel conflit d'intérêts de l'un de ses principaux actionnaires avec une entité notée. Un actionnaire d'une agence de notation pourrait, en effet, être membre de l'organe d'administration ou de surveillance d'une entité notée ou d'un tiers lié* ». Il ajoute que le règlement du 16 septembre 2009 « *n'a tenu compte de ce type de situation qu'en ce qui concerne les conflits d'intérêts impliquant les analystes de notation, les personnes approuvant les notations [...] ou les autres salariés des agences* ».

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 9 mai 2012.

<sup>2</sup> L'objet de ce rapport n'est évidemment pas de retracer les responsabilités respectives des acteurs financiers dans la crise des subprimes. Le rapport Levin a d'ailleurs montré que nombre d'entre eux étaient coresponsables. Les investisseurs eux-mêmes ont probablement fait preuve, en dépit du bon sens, d'un aveuglement collectif propre aux phénomènes de bulles.

Lors de la procédure d'enregistrement auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers, les agences de notation ont néanmoins dû présenter des garanties quant à l'absence de conflits d'intérêts entre leurs actionnaires et les entités notées.

Par exemple, Fitch, détenue par les groupes FIMALAC et Hearst, a mis en place des procédures internes spécifiques. D'après elle, « *aucun membre du conseil d'administration, de la direction ou des employés* » de FIMALAC ou de Hearst ne participent à des activités de notation ou à des comités de notation. De surcroît, le communiqué final de notation doit impérativement préciser si un membre de FIMALAC ou de Hearst siège au conseil d'administration de l'entité notée ou si une des deux sociétés détient plus de 5 % de son capital ou de ses droits de vote.

La proposition de modification du règlement européen, en cours de discussion au premier semestre 2012, prévoit qu'une agence s'abstienne d'émettre une notation lorsqu'un de ses actionnaires détenant 10 % du capital ou des droits de vote – ou « *étant en mesure d'exercer une influence significative sur l'activité économique de cette agence* » – est également membre de l'organe d'administration ou de surveillance de l'entité notée ou a investi dans celle-ci. Il en va de même si l'entité notée détient 10 % ou plus du capital de l'agence qui la note.

En l'état actuel du texte, seules les sociétés Capital Group Companies, qui possède 16,15 % de Standard and Poor's et 21,98 % de Moody's, FIMALAC et Hearst, qui possèdent à parts égales Fitch, seraient concernées. **Autant dire que le seuil de 10 % ne serait que de peu d'effets puisqu'il impacterait au maximum trois actionnaires à travers le monde, si l'on ne retient que les grandes agences.**

**Il convient en conséquence d'interdire qu'une agence note une entité dès lors qu'un actionnaire de l'agence – quel que soit son niveau de détention du capital ou des droits de vote – est également représenté au conseil d'administration ou au conseil de surveillance de l'entité notée, c'est-à-dire lorsqu'il a une influence significative sur la gestion de ladite entité.**

Aux États-Unis, la gestion de ce type de conflits d'intérêts relève de l'organisation interne à chaque agence. Toutefois, le premier rapport sur les agences de notation de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), publié en septembre 2011, relevait notamment que deux des grandes agences, sans dévoiler leurs noms, n'avaient pas prévu de procédures en cas de notation d'un émetteur qui se révélerait être un actionnaire important de l'agence ou de la société mère.

*c) La fourniture de « services accessoires »*

Le métier des agences de notation ne se limite pas à l'émission de notes. L'expertise dont elle dispose est également commercialisée à travers d'autres prestations, notamment des formations et du conseil. Or les émetteurs

peuvent avoir recours à ces services accessoires, en particulier s'agissant de conseil en « pré-notation ».

Par exemple, une entreprise envisage de racheter une autre entreprise. Elle souhaite connaître l'impact de cette acquisition sur sa notation. Sans s'engager sur une note définitive, une agence de notation peut néanmoins donner les grandes lignes de son analyse, voire lui suggérer les moyens lui permettant de conserver la note la plus élevée possible.

Il va de soi que ces liens d'affaires, au-delà même de la notation, renforcent les conflits d'intérêts potentiels compte tenu du chiffre d'affaires que peuvent engendrer ces services accessoires. En mai 2006, un universitaire américain<sup>1</sup>, sur la base des rapports annuels des agences, relevait que ce type d'activité connaissait une croissance certaine. Il ajoutait que, pour les commissaires aux comptes, les activités de conseil étaient désormais très largement encadrées. Plus encore, selon lui, la « pré-notation » est de nature à limiter l'indépendance de l'agence. Si elle estime que l'opération envisagée par l'entreprise ne modifiera pas sa notation, elle sera d'autant moins encline à agir si elle s'aperçoit qu'elle s'est trompée – ce qui d'ailleurs soulève de réels problèmes sur sa responsabilité vis-à-vis de l'émetteur.

La loi Dodd-Frank, aux États-Unis, n'a pas directement légiféré sur le sujet mais a demandé au régulateur boursier, la SEC, de remettre un rapport sur l'indépendance des agences de notation, étudiant en particulier la fourniture des services annexes.

Le règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation a choisi une voie plus normative. Ainsi, son annexe I précise qu'une « *agence de notation de crédit ne fournit pas de services de consultant ou de conseil à une entité notée ou à un tiers lié en ce qui concerne leur structure sociale ou juridique, leurs actifs, leur passif ou leurs activités.*

*« Une agence de notation de crédit peut fournir des services autres que l'émission de notations de crédit (« services accessoires »). Les services accessoires ne font pas partie des activités de notation de crédit : ils englobent les prévisions de marché, les estimations de l'évolution économique, les analyses de prix et d'autres analyses de données générales, ainsi que les services de distribution qui y sont liés ». Dans ce cas, l'agence doit veiller à ce que cette activité « ne génère pas de conflits d'intérêts ».*

**Au regard de la pratique avérée de la « pré-notation », la lettre du règlement européen apparaît plus qu'ambiguë.** Officiellement, l'agence ne se prononce pas sur l'opportunité, par exemple, d'acquérir une entreprise. Elle ne fournit donc pas de « conseils » à proprement parler. Dans les faits, elle indique à son client quelle sera sa note s'il procède à cette opération... qui en déduit assez naturellement si l'affaire doit être conclue.

---

<sup>1</sup> Frank Partnoy, *Legal Studies Research Paper Series*, "How and Why Credit Rating Agencies Are Not like Other Gatekeepers", *Université de San Diego*, mai 2006.

En revanche, le règlement européen établit une prohibition stricte sur la fourniture de conseils en vue d'élaborer des produits structurés.

Dans sa réponse au questionnaire adressé par le Sénat, l'Autorité européenne des marchés financiers a indiqué que, dans le cadre de la fourniture de services accessoires, les agences de notation se sont organisées afin de séparer cette activité de celle de la notation à travers des « murailles de Chine ». Elle estime que les conflits d'intérêts potentiels ont été correctement gérés. **Il serait pourtant vivement souhaitable que l'AEMF contrôle plus sévèrement la fourniture d'activités accessoires compte tenu du caractère équivoque des textes et de la pratique des agences de notation en la matière.**

Il convient de noter que, au Brésil, il est exigé une séparation « physique » des activités de notation et des activités annexes.

*d) Une autorégulation clairement insuffisante*

Dans la foulée des faillites des sociétés Enron et Parmalat, un code de bonne conduite, le « *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies* » a été élaboré en décembre 2004 par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) qui regroupe les régulateurs des principales bourses dans le monde. Ces règles non contraignantes n'ont jamais fait l'objet d'un contrôle effectif.

L'idée selon laquelle le métier des agences de notation repose sur la confiance prévalait et l'autorégulation devait fonctionner naturellement. Par exemple, lors de son audition, Anouar Hassoune, ancien responsable de Standard and Poor's et de Moody's, pourtant très critique sur certaines méthodes de travail des agences de notation, estime : « *quant aux conflits d'intérêts, il y en a, mais ils sont bien gérés. N'oubliez pas que la valeur du travail des agences repose sur leur crédibilité. Si on les savait corrompibles, elles seraient ruinées. Nous sommes tous coresponsables de la crédibilité de notre métier* »<sup>1</sup>.

Néanmoins, pour les différentes raisons expliquées plus haut, **même en présence d'erreurs manifestes, ni les émetteurs, ni les investisseurs n'ont véritablement retiré leur confiance aux agences de notation. L'autorégulation longtemps prônée par les agences est insuffisante.**

*e) Des conflits d'intérêts mieux encadrés*

La loi Dodd-Frank aux États-Unis ainsi que, pour l'Union européenne, le règlement européen du 16 septembre 2009, sont largement revenus sur l'autorégulation du secteur. Afin de prévenir les conflits d'intérêts, les deux réglementations ont adopté des dispositions coercitives sanctionnées par le régulateur.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 14 mars 2012.



Ainsi, l'article 6 du règlement européen dispose qu'une « *agence de notation de crédit prend toute mesure nécessaire pour garantir que l'émission d'une notation de crédit n'est affectée par aucun conflit d'intérêts ni aucune relation commerciale, existants ou potentiels, impliquant [l'agence de notation], ses dirigeants, ses analystes de notation, ses salariés, toute autre personne physique dont les services sont mis à disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit ou toute personne directement ou indirectement liée à elle par une relation de contrôle* ».

Les agences doivent, à ce titre, respecter un ensemble d'exigences organisationnelles et opérationnelles (Sections A et B de l'annexe I du règlement). Les agences doivent mettre en place des politiques et des procédures de contrôle interne afin de garantir le respect des obligations prévues par le règlement européen. Un service de la conformité est chargé de superviser cette tâche.

**En particulier, les analystes ne peuvent en aucun cas se voir confier des fonctions commerciales (négociation tarifaire notamment), qui doivent être bien distinctes (« muraille de Chine »). Les petites agences (moins de 50 salariés notamment) peuvent néanmoins bénéficier d'une exception.**

**Le règlement européen prévoit également une rotation progressive des analystes et des membres du comité de notation afin d'éviter que des liens de connivence ne puissent se nouer entre les analystes et les représentants de l'entité notée. Cette rotation s'organise tous les quatre ans pour les analystes en chef, cinq pour les analystes et sept ans pour les membres du comité de notation.**

La rémunération des analystes ne doit pas dépendre du chiffre d'affaires généré par l'agence de notation. Ils ne sont pas autorisés à participer à la notation d'une entité dont ils possèdent des titres financiers – et ils s'abstiennent d'acheter de tels titres s'ils ont déjà participé à la notation de cet émetteur<sup>1</sup>.

Des règles particulières s'appliquent aux anciens employés d'une agence lorsqu'ils vont travailler dans une entreprise pour le compte de laquelle ils avaient participé à l'élaboration d'une notation. Dans ce cas, l'agence doit impérativement revoir ces notations et vérifier qu'elles sont correctes.

La proposition de modification du règlement européen en cours d'examen au premier semestre 2012 prévoit que les analystes et les salariés d'une agence de notation ne peuvent accepter une position de direction clé au sein d'une entité notée ou d'un tiers lié dans les six mois suivant l'émission de la notation de crédit.

---

<sup>1</sup> Chez Standard and Poor's, un rapport interne fait au conseil d'administration de chaque implantation européenne en 2011 rappelait ainsi que certains employés ne respectaient pas les procédures concernant l'interdiction d'investir dans certains titres.

S'agissant de l'encadrement des conflits d'intérêts, les règles américaines issues de la loi Dodd-Frank sont d'une inspiration très proche des règles européennes. Ainsi, les agences sont-elles obligées d'établir un contrôle interne robuste destiné à prévenir et à gérer tout conflit d'intérêts. Elles doivent également disposer d'un responsable de la conformité. Ces règles sont entrées en vigueur dès juillet 2010.

Toutefois, la loi a délégué la mise en œuvre de nombreuses règles au régulateur boursier, la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Or la SEC n'a pas encore adopté toutes les règles inscrites dans la loi. Par exemple, la mise en place d'une « muraille de Chine » est expressément prévue par la section 932 de la loi Dodd-Frank. Une proposition de réglementation a été mise en ligne pour consultation publique le 18 mai 2011. Elle n'a toujours pas été adoptée.

Les études conduites par la direction générale du Trésor, à la demande du Sénat, montrent que, dans tous les pays étudiés (Australie, Brésil, Canada, Hong-Kong, Inde, Japon, Mexique et Singapour), des mesures sensiblement identiques ont été prises pour traiter la question des conflits d'intérêts : contrôles internes, responsable de la conformité, « muraille de Chine » entre activités commerciales et analytiques, etc.

#### **4. L'intérêt d'un modèle « investisseur-payeur » pour la titrisation**

##### *a) De nombreux modèles alternatifs au modèle émetteur-payeur, en théorie*

Le modèle « émetteur-payeur » est apparu clairement biaisé s'agissant des produits financiers complexes. La loi Dodd-Frank a par conséquent demandé au *United States Government Accountability Office* (GAO)<sup>1</sup> de rendre un rapport sur les « modèles alternatifs de rémunération des agences de notation » et au régulateur boursier, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), une étude très spécifiquement consacrée au modèle des agences intervenant sur le marché des produits financiers structurés.

Le premier rapport a été publié en janvier 2012 tandis que le second devrait être disponible dans le courant du mois de juillet 2012.

Le GAO a recensé, au travers d'une revue de littérature et de contributions qui lui ont été adressées, sept modèles alternatifs au modèle de rémunération actuel.

---

<sup>1</sup> Le GAO est un organisme directement rattaché au Congrès américain et qui exerce des missions proches de celles de la Cour des comptes en France.

### **Les sept modèles de rémunération alternatifs selon le US Government Accountability Office**

Le GAO a identifié sept alternatives au modèle économique des agences dont il souligne qu'**aucune n'a jamais été expérimentée**.

#### *1) La sélection aléatoire des agences de notation agréées*

Dans ce modèle économique, les émetteurs continueraient à payer pour les notations, mais la sélection des agences serait faite de manière aléatoire par un conseil de notation. Un tel modèle avait été proposé par amendement, adopté au Sénat, au cours des débats sur la loi Dodd-Frank, sans être finalement retenu.

#### *2) La création d'une agence de notation possédée par les investisseurs institutionnels*

Dans ce modèle économique, les investisseurs institutionnels devraient créer une nouvelle agence de notation. Les émetteurs devraient recourir à deux notations, l'une réalisée par cette nouvelle agence, l'autre par une agence de notation agréée existante.

Ce modèle est très proche de ce que propose en Europe le cabinet de conseil allemand Roland Berger : une fondation privée dont le capital de 300 millions d'euros serait réparti entre trente investisseurs institutionnels.

#### *3) Un financement des agences de notation par une taxe affectée*

Dans ce modèle économique, les agences de notation sont libres de noter les émissions de titres qu'elles souhaitent. Elles ne sont plus financées par les émetteurs, mais par une taxe sur l'émission de dette sur le marché primaire et par une taxe sur les transactions du marché secondaire.

#### *4) Un modèle de désignation des agences*

Dans ce modèle économique, les agences de notation seraient libres de noter les émissions qu'elles souhaitent et les émetteurs seraient tenus de leur fournir toute information disponible. Les investisseurs désigneraient à un tiers quelles agences doivent être rémunérées pour leur notation, sur la base de leur perception de la qualité des notes. Les frais seraient en revanche toujours payés par les émetteurs, sur la base d'une grille.

#### *5) Un modèle d'utilisateur-payeur*

Dans ce modèle économique, les émetteurs ne paieraient plus pour la notation. Les utilisateurs, c'est-à-dire en pratique toutes les entités détenant des obligations, paieraient les agences agréées pour leur notation auxquelles ils seraient liés par contrat. Des « tiers auditeurs » seraient chargés de recenser les utilisateurs concernés pour assurer le paiement.

#### *6) Un modèle d'utilisateur-payeur alternatif*

Dans ce modèle économique, une taxe collectée sur les utilisateurs des notations est centralisée par une agence gouvernementale ou un conseil indépendant. L'agence ou le conseil indépendant sélectionnerait selon une procédure concurrentielle les agences de notation autorisées à noter chaque émission.

*7) Un modèle d'émetteur et d'investisseur payeurs*

Dans ce modèle économique, les frais de la notation pour une nouvelle émission sont partagés entre les émetteurs et les investisseurs. Au départ, les agences de notation sont placées dans une file d'attente qui leur permet de noter des émissions chacune leur tour. Puis elles se verraient attribuer les notations en fonction de leurs performances respectives.

Le GAO a également identifié les critères qui permettent de qualifier la pertinence d'un modèle de rémunération :

- **la limitation des conflits d'intérêts** (indépendance de l'agence) ;
- **l'incitation économique à la qualité** ;
- **la concurrence** (qualité, prix, innovation) ;
- **la transparence** (méthodes et prix) ;
- **la faisabilité** ;
- **l'acceptation du modèle par le marché et la capacité de superviser les acteurs.**

Pour autant, le rapport demeure descriptif. Il n'analyse pas les forces et les faiblesses de chacun des modèles au regard de ces critères et ne prend pas parti. Il explique même que peu de données sont disponibles sur ces alternatives et qu'il n'est pas certain que le régulateur boursier (la SEC) et le législateur (le Congrès) leur accordent une grande attention.

En mai 2011, le régulateur boursier américain, la SEC, a interrogé trente parties prenantes sur des alternatives au modèle économique actuel des agences de notation. **Onze parties prenantes se sont montrées favorables à un changement de modèle économique ; treize parties prenantes se sont montrées hostiles à un changement de modèle économique tandis que cinq n'ont pas fait de commentaire sur le besoin d'un modèle alternatif.** Parmi les modèles alternatifs étudiés, celui recueillant le plus d'intérêt est le modèle aléatoire. Au titre des motifs d'hostilité à un changement de modèle économique, on relève la création de nouveaux types de conflits d'intérêts et les coûts d'introduction d'un nouveau système.

Dans le débat public, deux idées sont fréquemment évoquées. La première consiste à basculer dans un modèle « investisseur-payeur » tandis que la seconde tend à créer une plateforme qui jouerait le rôle d'intermédiaire entre l'émetteur et l'agence de notation. Concrètement, l'émetteur ou l'investisseur paierait la plateforme, qui sélectionnerait, en toute indépendance, par exemple de manière aléatoire, l'agence chargée de le noter.

*b) La transposition générale du modèle « investisseur-payeur » : un modèle évident, des inconvénients certains*

Le modèle « investisseur-payeur » est un modèle évident. C'était d'ailleurs celui qui prévalait lors de la création des agences de notation. Il est en effet logique que les utilisateurs *in fine* de la note soient ceux qui payent pour ce service. Toutefois, à compter des années 1970, Moody's suivi par Standard and Poor's ont basculé dans le modèle « émetteur-payeur » sous l'effet de deux phénomènes.

Le premier est lié à l'évolution technologique permettant de diffuser l'information de plus en plus facilement. Par conséquent, la note facturée à un investisseur pouvait devenir disponible pour un autre investisseur mais gratuitement. Les comportements de « passager clandestin » risquaient de se multiplier et un investisseur ne saurait accepter qu'une note pour laquelle il a rémunéré une agence de notation puisse devenir publique.

Le second tient au développement du marché obligataire et à l'attention de plus en plus prononcée par les émetteurs à leur notation, soucieux d'attirer et de rassurer les investisseurs.

Aujourd'hui, d'après le rapport précité sur les « *modèles alternatifs de rémunération des agences de notation* », **sur les neuf agences agréées aux États-Unis, six sont rémunérées par les émetteurs tandis que seulement trois le sont par les investisseurs. Toutefois, les trois principales agences – Standard and Poor's, Moody's, Fitch – représentent 95 % du marché de la notation et sont toutes rémunérées par les émetteurs. Au total, ce mode de rémunération concerne 99 % du marché.**

Le passage à un modèle « investisseur-payeur » constituerait un changement très profond pour l'ensemble du marché. À la connaissance du Sénat, aucun acteur de marché n'a imaginé que cette solution puisse déboucher. Anouar Hassoune, ancien responsable de Moody's et de Standard and Poor's, estime, par exemple, que « **le modèle de l'investisseur payeur est intenable. Quand l'information est rare, elle a un prix. Aujourd'hui l'information est publique, disponible immédiatement sans aucun coût, et aucun investisseur ne veut payer. Une note communiquée confidentiellement à un investisseur aurait bientôt fait le tour de la planète ! Une fois l'information devenue un point focal [...], c'est l'émetteur qui doit la payer** ».

Le risque du modèle « investisseur-payeur » est donc que l'information achetée sur une base privative devienne publique. À l'inverse, on peut également craindre qu'une information privée ne soit la source de délits d'initié puisque l'agence reçoit des données confidentielles. Or, même retraitées et synthétisées sous forme d'une note, ces données seront à la disposition exclusive des investisseurs ayant rémunéré l'agence. Aujourd'hui, l'ensemble du marché dispose de la même information.

Le fait d'utiliser l'analyse de l'agence pour fonder sa décision d'investissement pourrait-il alors constituer un délit d'initié ? Cette question

sera posée avec d'autant plus d'acuité si l'agence est amenée à réviser sa note sur la base d'éléments nouveaux de nature confidentiels.

La rémunération des agences de notation par l'émetteur engendre une situation de conflit d'intérêts potentiel. Cependant, les modèles alternatifs posent également des questions. Un paiement par l'investisseur pourrait aussi créer un biais.

En effet, un investisseur peut tout à fait avoir intérêt à la dégradation ou à l'amélioration d'une note. Par exemple, un émetteur de bonne qualité cherche à placer des obligations. Pour l'investisseur, « l'affaire » sera d'autant plus intéressante que la note est basse (car elle conduit à des taux d'intérêts élevés).

À l'inverse, si un investisseur cherche à revendre une obligation de mauvaise qualité, il cherchera à ce qu'elle soit notée de la manière la plus élevée possible – à l'instar des émetteurs aujourd'hui.

Enfin, le modèle « investisseur-payeur » assure aux agences une rente de situation au moins aussi solide que le modèle actuel. Les diligences qu'elles doivent mener sont les mêmes qu'un seul ou plusieurs investisseurs la rémunèrent. Il est donc probable que, pour les émissions obligataires les plus en vues auprès des investisseurs, le chiffre d'affaires engrangé par l'agence sera bien supérieur au coût de l'analyse.

On peut légitimement penser que ce modèle n'aurait pas modifié le comportement des agences de notation devant les produits titrisés. Les agences avaient de toute façon intérêt à attribuer des notes élevées, qui permettaient de « maintenir le marché ouvert » et leur assuraient d'importants subsides.

Toutefois, Eric Le Coz, directeur général adjoint de Carmignac Gestion, estime qu'il « *faudrait que les investisseurs prennent l'initiative de la notation* »<sup>1</sup>. De même, Pierre de Lauzun, directeur général délégué de la Fédération bancaire française, considère qu'il « *faudrait que celui qui utilise la notation la paye. C'est comme si l'élève qui passait un examen payait ses professeurs après une tractation directe... Les résultats seraient sans doute curieux* »<sup>2</sup>.

**L'enquête<sup>3</sup> réalisée par l'IFOP pour le Sénat auprès des investisseurs professionnels (français) sur la confiance portée aux agences de notation corrobore ce souhait puisque que ceux-ci, pour environ 74 %, sont désireux de changer de modèle.**

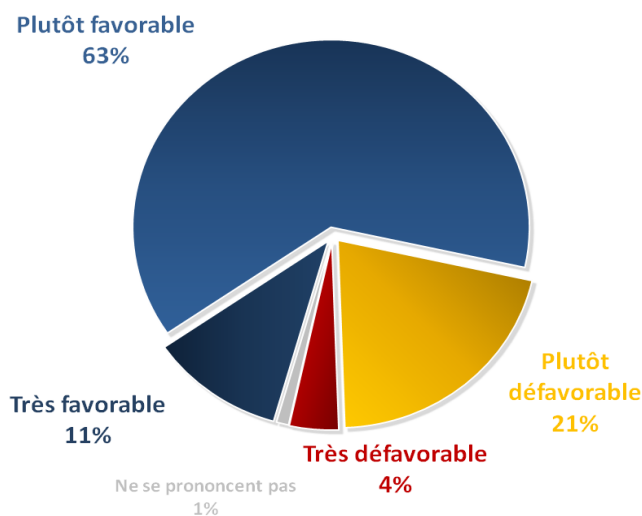
---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 11 avril 2012.

<sup>2</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 30 mai 2012.

<sup>3</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

**Graphique n° 49 : approbation du financement de la notation par les investisseurs plutôt que par les émetteurs**



Source : Enquête IFOP réalisée pour le Sénat auprès de 352 utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité.

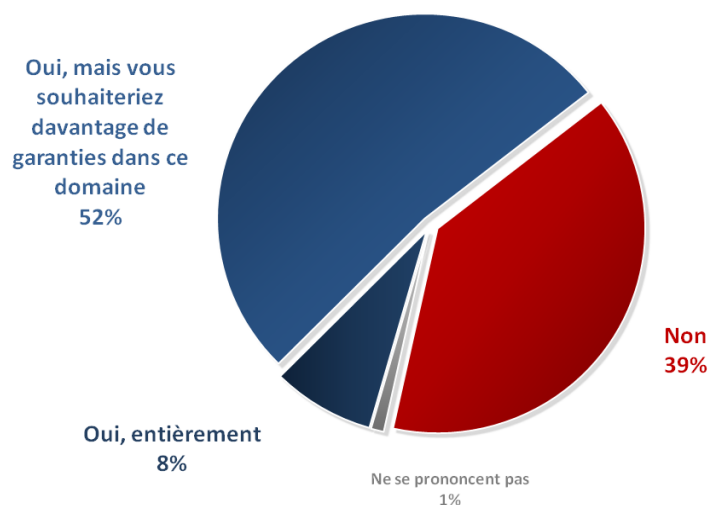
Frédéric Micheau, directeur adjoint du département « Opinion » de l'IFOP<sup>1</sup>, estime que, « *en général, quand on demande aux gens de payer, ils sont plutôt défavorables. Il s'agit d'un indice important pour étayer cette attente de réforme de la part des investisseurs qui ont conscience qu'ils doivent eux aussi fournir des efforts.* »

Les investisseurs ont conscience des limites du modèle actuel mais, dans le même temps, ils **apparaissent assez peu critiques sur la gestion des conflits d'intérêts au sein des agences de notation.**

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 30 mai 2012.

**Graphique n° 50 : Considérez-vous que les agences de notation gèrent leurs conflits d'intérêt de manière satisfaisante ?**



Source : Enquête IFOP réalisée pour le Sénat auprès de 352 utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité.

En tout état de cause, le modèle « investisseur-payeur » souffre des inconvénients listés plus haut et, en premier lieu, celui de la probable diffusion de l'information au-delà du seul investisseur qui aurait demandé la notation.

Markus Krall, qui porte le projet du cabinet de conseil Roland Berger de création d'une nouvelle agence de notation, explique que ce modèle est le seul valable à ses yeux, notamment parce qu'il crée une relation juridique entre investisseur et agence de notation permettant ainsi de faciliter l'engagement de la responsabilité civile de cette dernière.

Toutefois, il indique également que le modèle « investisseur-payeur » ne peut fonctionner qu'à la condition d'obliger les investisseurs à acheter une note – peu importe l'agence<sup>1</sup> – auprès d'une plateforme à chaque fois qu'ils réalisent une opération sur le marché primaire. Une évolution réglementaire serait donc nécessaire pour mettre en œuvre cette idée. La Commission européenne ne lui a pas donné suite.

Le règlement européen du 16 septembre 2009 prévoit que la Commission remette un rapport, avant le 7 décembre 2012, notamment sur « le caractère adéquat des rémunérations versées aux agences de notation de crédit par les entités notées (modèle de l'émetteur-payeur) ». Des députés européens, dans le cadre de l'examen de la proposition de modification du règlement de 2009 en cours de discussion au premier semestre 2012, souhaitent également que l'Autorité européenne des marchés financiers « élabore [...] des lignes directrices pour la définition de nouveaux modèles

<sup>1</sup> Peu importe également que l'investisseur ait effectivement besoin de cette note.



*de paiement afin de garantir que la sélection et la rémunération des agences de notation de crédit sont décidées en toute indépendance à l'égard de l'entité notée ».*

Malgré sa plus grande pertinence, d'un point de vue théorique, la généralisation d'un modèle « investisseur-payeur » est difficile pour des raisons pratiques. En revanche, s'agissant des produits financiers structurés, il est nécessaire d'évoluer vers un modèle plus vertueux, fondé sur l'idée d'une plateforme intermédiaire entre les émetteurs, les agences de notation et les investisseurs.

*c) La création nécessaire d'une plateforme pour la notation des produits structurés*

Adrian Blundell-Wignall, directeur-adjoint de la direction des affaires financières et des entreprises, conseiller spécial en charge des marchés financiers au cabinet du secrétaire général de l'OCDE<sup>1</sup>, recommande la « *création d'un nouveau modèle économique par la création d'une plateforme servant d'intermédiaire entre les émetteurs, qui verseraient une redevance sur la base d'un barème préétabli, et l'ensemble des agences, c'est-à-dire pas seulement les trois grandes, entre lesquelles le nouvel organisme répartirait les missions. Ceci devrait casser les liens malsains, générateurs de conflits d'intérêts. [...] La création d'une plateforme briserait l'oligopole sans perturber la concurrence* ».

La principale contrainte au changement de modèle pour les émetteurs « entreprises » tient au fait que les agences de notation recueillent des éléments confidentiels pour élaborer leur jugement. La relation commerciale - et de confiance - qui lie les deux acteurs est indispensable pour une note de qualité. A cet égard, le remplacement du modèle « émetteur-payeur » - dont on a vu que, pour ce segment précis du marché, il ne générerait pas ou peu de conflits d'intérêts - par un modèle de type « plateforme » risquerait d'être inopérant et/ou de déstabiliser le marché.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 27 mars 2012.

En revanche, **la notation des produits financiers structurés pourrait obéir à une démarche différente.** À l'inverse des notations « entreprises », la plus grande transparence doit être faite sur ces produits, ce que le modèle de plateforme autorise puisqu'il est souhaitable qu'aucune information ne reste confidentielle.

D'ailleurs, la proposition de modification du règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation, en cours de discussion au premier semestre 2012, prévoit que les émetteurs devront publier de façon continue des informations spécifiques sur les instruments financiers structurés et, en particulier, sur les principales caractéristiques des portefeuilles d'actifs sous-jacents. Il s'agit que les investisseurs puissent procéder à leurs propres évaluations de crédit et évitent de se fier aveuglément à des notations externes, ce qui apparaît malgré tout quelque peu chimérique au vu de la densité et de la complexité des informations fournies.

**Elles pourraient être mises en ligne de manière centralisée sur une plateforme où elles seraient accessibles pour toutes les agences souhaitant noter ce type de produits. Leur rémunération serait assurée par les investisseurs utilisateurs de la plateforme. La réglementation européenne devrait alors contraindre toute personne investissant dans des produits structurés à adhérer à la plateforme.** À ce stade, le coût de sa mise en œuvre ainsi que la personne qui en serait responsable ne sont pas définis. Il revient donc à la puissance publique de susciter des initiatives privées ou bien, dans un cadre européen, de mettre en œuvre ce projet.

### *C. UNE RESPONSABILITÉ CIVILE INTROUVABLE*

Parce qu'elles n'ont pas estimé de manière correcte le niveau de risque attaché à certaines catégories de produits financiers, les agences de notation portent une part de responsabilité dans le déclenchement des crises survenues depuis 2007.

Il semble légitime que leur responsabilité puisse être recherchée, c'est-à-dire qu'il soit possible à un acteur de demander le remboursement des préjudices subis du fait d'une faute ou d'une négligence commise par une agence, par exemple la divulgation d'une information erronée.

Or la responsabilité avérée des agences de notation peine à se traduire sur un terrain juridique. Les procès en responsabilité intentés aux agences de notation, certes de plus en plus nombreux, n'ont, au moins pour l'instant, pas abouti à des condamnations.

Ce constat ne fait que traduire une inadaptation du droit, tant aux États-Unis qu'en Europe. Le Congrès américain et l'Union européenne ont adopté de nouvelles réglementations visant à faciliter l'engagement de la responsabilité des agences de notation.

Les évolutions législatives, de part et d'autre de l'Atlantique, n'ont toutefois pas permis une modification satisfaisante de l'environnement juridique.

### **Responsabilité civile : responsabilité contractuelle et extra-contractuelle**

La responsabilité civile a pour but **de réparer les dommages causés à autrui**. On distingue la responsabilité civile contractuelle et la responsabilité civile extra-contractuelle, dite aussi délictuelle ou quasi-délictuelle.

**La responsabilité civile repose toujours sur le triptyque « dommage, fait générateur, lien de cause à effet entre le fait générateur et le dommage ».**

Dans la responsabilité **contractuelle**, le fait générateur résulte de **la non-exécution ou de la mauvaise exécution du contrat** liant deux parties (les co-contractants). Toutefois, le contrat (« la loi des parties ») peut limiter ou exonérer *a priori* la responsabilité d'une des parties.

Dans la responsabilité **extra-contractuelle**, le fait générateur est une **faute**, mais aussi une négligence ou une imprudence, commise par une personne envers une autre.

Par exemple, une personne bousculée par une autre se casse le bras en tombant : le dommage est certain (le bras cassé), la faute est identifiée (la bousculade) et le lien de causalité est établi (le bras cassé est bien la conséquence de la bousculade).

La responsabilité civile est habituellement sanctionnée par l'attribution de dommages et intérêts qui viennent réparer le dommage.

Il revient au demandeur de prouver le dommage – qui peut être matériel ou moral –, le fait générateur (la faute ou l'inexécution du contrat) et le lien de cause à effet entre les deux. Or chacun de ces éléments peut être très difficile à prouver.

## **1. Une irresponsabilité révélée par la crise des *subprimes***

Les agences se sont senties trop longtemps à l'abri de toute responsabilité juridique, tant vis-à-vis de leurs clients, les émetteurs, que vis-à-vis des investisseurs. Cette situation anormale et choquante doit être corrigée.

*a) Des procès encore rares et tournant le plus souvent en faveur des agences*

Le nombre d'affaires jugées à travers le monde concernant les agences de notation demeure à ce jour encore très limité. Elles sont quasiment toutes engagées aux États-Unis et concernent quasi-exclusivement, à l'exception du cas Parmalat, des notes attribuées sur des produits titrisés. Ceci apparaît somme toute logique puisque les investisseurs ont surtout subi des pertes massives sur ce type de produits.

**Tableau n° 51 : les cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation dans le monde**

Date	Pays	Plaignant	Conclusions
2005	États-Unis (Entreprise)	Enron	Les demandeurs sont déboutés car les notes ne sont que des opinions protégées par le Premier amendement.
2011	Italie (Entreprise)	Parmalat	Standard and Poor's est condamnée à rembourser ses honoraires (784 000 euros).
2010-2011	États-Unis (Titrisation)	Indy Mac Mortgage-Backed Securities & 7 autres arrêts	Les demandeurs sont déboutés car les notes ne sont que des opinions protégées par le Premier amendement.
2009 et 2011	États-Unis (Titrisation)	Abu Dhabi Commercial Bank & Kings County	La notation diffusée dans un cadre restreint d'investisseurs n'est pas une opinion protégée par le Premier amendement (2009). Il est possible d'arguer de la fraude contre Standard and Poor's et Moody's pour avoir sciemment établi des notes trop élevées (2011).
2010	États-Unis (Titrisation)	État de l'Ohio	Les demandeurs sont déboutés car ils n'ont pas su démontrer que les agences ne croyaient pas en leurs notes.
2010 et 2012	États-Unis (Titrisation)	CalPers	Les notations relèvent d'une démarche commerciale et ne sauraient, de ce fait, être considérées comme des opinions protégées par le Premier amendement (2010). Les demandeurs apportent des éléments de preuve suffisants pour appuyer le fait que les notes étaient inexactes (2012).
2011	États-Unis (Titrisation)	Genesee County	Les notations ne sont pas protégées par le Premier amendement. Mais les demandeurs sont déboutés car ils n'apportent pas une preuve suffisante que les agences ne croyaient pas à leur notation.
2009	Allemagne (Titrisation)	Non connu	La cour d'appel de Francfort juge que le tribunal est compétent pour trancher un litige sur la responsabilité de Standard and Poor's (contrairement à l'arrêt de première instance).
2011	Espagne (Titrisation)	Collectifs d'avocats	Les demandeurs sont déboutés de l'action fondée sur le caractère oligopolistique de la notation, qui serait source d'altération des prix et de délits d'initié.
2012	Australie (Titrisation)	Treize collectivités locales de l'Etat de Nouvelle Galles du Sud	En instance.

Source : Sénat et Hubert de Vauplane, « Responsabilité des agences de notation : état des lieux en Europe et aux États-Unis », *Revue Banque*, n° 746, mars 2012.

Dans les années 1980 et 1990, une petite dizaine d'affaires avaient également été jugées devant les juridictions américaines. A chaque fois, les demandeurs ont été déboutés. L'affaire Orange County contre Standard and Poor's, en 1996, a tout de même donné lieu à une transaction entre les deux parties pour un montant de 140 000 dollars, soit 0,007 % des dommages et intérêts initialement demandés (2 milliards de dollars).

L'affaire Parmalat, dans laquelle Standard and Poor's a été condamnée, est pour l'instant unique mais le montant des dommages et intérêts demeure symbolique au regard du coût de la faillite de l'entreprise.

Les différents contentieux engagés aux États-Unis ne permettent pas de véritablement dégager une ligne de fond. En effet, la justice américaine est décentralisée et la jurisprudence ne s'unifie que lentement. Des divergences de jurisprudence peuvent subsister pendant plusieurs années, faute d'affaires élevées au niveau fédéral, voire à la Cour suprême.

*b) Aux États-Unis, une ambiguïté sémantique autour de la qualité « d'opinion »*

Une partie de la difficulté à concevoir la justification théorique de la responsabilité des agences de notation vient d'une ambiguïté sémantique. Le service de notation s'appelle en anglais « *opinion* ». Or un malentendu peut survenir de la mauvaise interprétation de ce terme. Dans un contexte professionnel, ce terme ne désigne pas une simple opinion, mais un avis qui engage. En anglais, le terme peut même avoir un sens plus fort lorsqu'il est accompagné de l'adjectif « *legal* » : il désigne alors un avis juridique, voire un jugement. Par exemple, l'opinion légale d'un avocat n'a pas le statut d'une consultation ordinaire, mais d'un avis juridique par lequel il engage sa responsabilité.

Aux États-Unis, les agences de notation se sont appuyées sur le sens commun du mot « *opinion* » pour soutenir que leurs analyses étaient de simples opinions versées au débat public, d'une valeur équivalente à d'autres propos publics, comme ceux des journalistes. Cette minoration de la valeur propre de leurs services leur a permis de s'abriter derrière le Premier amendement de la Constitution américaine<sup>1</sup>, protecteur de la liberté d'expression, pour éluder leur responsabilité.

En effet, pour être reconnue responsable sous le régime du Premier amendement, le demandeur doit prouver que l'agence avait l'intention manifeste de nuire ou, à tout le moins, qu'elle a agi en toute connaissance de cause et dans l'indifférence totale des conséquences que pouvait avoir la diffusion de l'information. Il est donc quasiment impossible de prouver la responsabilité d'une agence dans ce cadre. Un tel degré de protection vise justement à ne pas décourager la diffusion d'informations au public.

---

<sup>1</sup> « Le Congrès ne pourra faire aucune loi [...] restreignant la liberté de parole ou de la presse ».

Dans la pratique, pourtant, les investisseurs et les régulateurs reconnaissent aux notations un statut particulier en leur accordant une importance bien supérieure à celle d'un simple avis.

A ce jour, certains juges américains ont admis que les notations ne sont pas des opinions protégées par le Premier amendement de la Constitution américaine et ont commencé de mettre un terme au régime d'irresponsabilité dont les agences bénéficiaient antérieurement. Elles ont posé le principe qu'un acteur professionnel et rémunéré de l'analyse financière ne pouvait se retrancher derrière la protection constitutionnelle de la liberté d'expression pour refuser la mise en cause de sa responsabilité.

Le 2 septembre 2009, une juridiction financière de Manhattan a remis en cause l'immunité bénéficiant de fait aux agences. Dans l'affaire *Abu Dhabi Commercial Bank contre Moody's et Morgan Stanley*, la *Southern District Court of New York* a jugé qu'une agence ne pouvait se prévaloir de la protection du Premier amendement lorsqu'elle émet un avis dans le cadre d'un cercle restreint d'investisseurs. La publicité étant limitée, la communication n'est pas une opinion couverte par la liberté d'expression, mais un avis professionnel insusceptible de protection. Cette solution protège les cercles restreints de professionnels destinataires des notations, mais pas le grand public.

En mai 2010, un juge californien s'est appuyé sur cette première décision pour considérer que l'avis financier émis par une agence ne pouvait être assimilé à une opinion commune du fait de l'importance que lui attachent les investisseurs pour prendre leurs décisions.

C'est ainsi que des actions établies sur le fondement de la fraude à la loi, c'est-à-dire l'émission de notations dans le but de tromper ou de manipuler, ont été jugées recevables dans leur principe.

Ces décisions constituent des précédents. Elles sont encore trop isolées pour que l'on en puisse en tirer des conclusions définitives sur une évolution décisive de la jurisprudence aux États-Unis. Il faut se réjouir de l'abolition progressive d'un régime d'irresponsabilité dont l'existence constituait une aberration.

Cependant, le chemin juridictionnel avant la condamnation effective d'une agence risque d'être encore long, d'autant que les demandeurs doivent maintenant prouver qu'ils ont subi un préjudice du fait d'avoir utilisé des notations sciemment établies dans le but de les tromper.

#### *c) En Europe, une responsabilité civile difficile à reconnaître*

En Europe, le régime de responsabilité civile des agences dépend de chaque législation nationale. Les recours sont également rares.

On peut noter cependant que Standard and Poor's a été condamné le 1<sup>er</sup> juillet 2011 par le tribunal de Milan, en Italie, dans le cadre de l'affaire Parmalat. L'agence a été condamnée à rembourser les honoraires perçus entre

novembre 2000 et la date du déclassement de la note de l'entreprise dans la catégorie spéculative, soit la somme de 784 000 euros. Le tribunal, en revanche, n'a pas fait droit à la demande d'indemnisation de 4 milliards d'euros formulée par Parmalat au titre de dommages et intérêts. Un contentieux est toujours en cours sur ce dernier point.

En France, la responsabilité civile des agences peut être mise en cause par les investisseurs, selon les règles de droit commun, sur la base de l'article 1382 du code civil. Comme le rappelle Jean-Guillaume de Tocqueville, avocat chez Gide Loyrette Nouel, mettre en cause la responsabilité civile d'une agence suppose de « *prouver l'existence du triptyque faute, préjudice, lien de causalité* »<sup>1</sup>. Il est même nécessaire en pratique d'établir un double lien de causalité puisqu'il faut d'abord prouver que l'agence a commis une faute qui a affecté la notation, puis établir que la notation est à l'origine du préjudice subi. Or il est difficile pour un plaignant de démontrer que l'agence a commis une faute car cela suppose qu'il dispose d'informations sur le fonctionnement interne de l'agence. Pour faciliter les recours, le projet de règlement européen en cours de discussion au cours du premier semestre 2012 propose d'inverser la charge de la preuve : il appartiendrait à l'agence mise en cause de démontrer qu'elle n'a pas commis de faute (*cf. infra*).

Depuis l'entrée en vigueur de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, les fautes et manquements commis dans la mise en œuvre des obligations définies par le règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation sont susceptibles de fonder la mise en jeu de la responsabilité des agences de notation. Les fautes de nature à justifier une action en responsabilité figurent à l'annexe III du règlement européen de 2009.

Dans ces conditions, les recours en justice restent exceptionnels. Une action a bien été intentée contre Standard and Poor's et Moody's par l'Association française des porteurs d'emprunt russe, qui contestait la possibilité offerte à la Russie de se financer sur les marchés financiers à des taux relativement modérés, mais, le 6 avril 2004, le tribunal de grande instance de Paris a débouté le demandeur en jugeant son action « imprudente ».

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 10 avril 2012.

### **L'affaire Morgan Stanley contre LVMH**

L'affaire Morgan Stanley contre LVMH concerne un domaine très voisin de celui de la notation : celui des analyses financières effectuées par les banques d'affaires.

En novembre 2002, le groupe français a décidé de poursuivre la banque Morgan Stanley et une de ses analystes financières les plus influentes. Il a fait valoir un préjudice en raison de la publication d'analyses erronées et biaisées sur son titre coté en bourse. LVMH a estimé qu'il pouvait y avoir un conflit d'intérêts entre la banque et l'entreprise Gucci, principal concurrent de LVMH et important client de Morgan Stanley.

En janvier 2004, le tribunal de commerce de Paris a jugé que Morgan Stanley avait commis une faute lourde, occasionnant un préjudice pour l'image du groupe de luxe, et a condamné la banque à verser des dommages et intérêts. Le tribunal a d'abord relevé qu'il n'y avait pas de séparation stricte entre les services d'investissement et les services d'analyse financière, ce qui serait à l'origine d'un manque d'objectivité des analyses de la banque, préjudiciable aux investisseurs. Il a ensuite estimé que les fautes commises à l'encontre de LVMH avaient favorisé Gucci, avec lequel la banque entretenait des relations d'affaires. Le tribunal a également reproché à la banque d'avoir manqué à ses devoirs d'indépendance, d'impartialité et de rigueur et de s'être rendue coupable d'un dénigrement à l'encontre de LVMH. Il a souligné qu'un professionnel de l'analyse financière de réputation mondiale doit nécessairement contrôler ses informations et les vérifier constamment, eu égard à leur importance pour les investisseurs et les sociétés concernées.

En juin 2006, la Cour d'appel de Paris n'a que partiellement confirmé le jugement de première instance. Elle a admis que des informations erronées avaient été diffusées de façon répétée, ce qui est constitutif d'une faute ouvrant droit à des dommages et intérêts. Elle a désigné un expert pour évaluer l'ampleur du préjudice subi par LVMH. En revanche, elle n'a pas retenu le grief du dénigrement commis à l'encontre de LVMH. Elle a considéré que Morgan Stanley avait émis des analyses exprimées en des termes raisonnables, sans intention de nuire, et concordantes avec les positions exprimées par d'autres analystes.

En début d'année 2007, LVMH et Morgan Stanley ont finalement décidé de mettre fin à leur différend et de reprendre des relations d'affaires.

Il est difficile de tirer des conclusions définitives, en termes de jurisprudence, de cette affaire isolée : d'une part, la Cour d'appel de Paris reconnaît la responsabilité des analystes financiers au titre des analyses qu'ils produisent et diffusent, d'autre part, elle semble conforter leur liberté d'expression.

Il reste à savoir comment cette jurisprudence s'appliquera aux agences de notation dans le cas où une de leurs notes viendrait à être contestée devant les tribunaux français.



*d) Hors d'Europe et des États-Unis, de faibles mises en cause*

Dans les autres pays occidentaux, sur les places financières asiatiques et dans les grands pays émergents, la responsabilité des agences semble aussi être très rarement mise en cause.

Selon une étude commandée par le Sénat au réseau international de la direction générale du Trésor sur les agences de notation dans les pays émergents et les pays de l'OCDE (hors Europe et États-Unis), aucun cas de procédure mettant en cause la responsabilité des agences n'a été recensé que ce soit au Canada, à Singapour, à Hong-Kong, au Mexique, en Inde, bien que, dans ce dernier pays, des agences locales aient été critiquées publiquement pour des erreurs de notation dans plusieurs affaires. Au Japon, une agence locale, Japan Credit Rating (JCRA), a été mise en cause dans deux affaires judiciaires, mais elle a gagné ces deux procès.

En Australie, en revanche, Standard and Poor's est poursuivi en justice depuis octobre 2011 par treize collectivités locales de l'État de Nouvelle Galles du Sud. Elles reprochent à l'agence d'avoir noté AAA des produits dérivés synthétiques, dénommés *Constant Proportion Debt Obligation*, alors qu'il s'agissait de produits risqués. Ces collectivités ont perdu au total 15 millions de dollars australiens, soit 93 % du capital qu'elles avaient investi en 2006.

La banque ABN Amro est également mise en cause car elle est accusée d'avoir communiqué à Standard and Poor's de fausses informations concernant la volatilité de ces produits dérivés. Les plaignants estiment que, même en tenant compte de cette erreur, ces produits ne méritaient pas, dans 68 % des cas, d'être notés AAA.

Lors des dernières plaidoiries, qui se sont déroulées à la fin du mois de mars 2012, l'avocat de Standard and Poor's a tenté de démontrer, conformément à la position traditionnelle défendue par l'agence, que les notes ne donnaient qu'un « avis consultatif » sur la capacité de l'émetteur à rembourser ses dettes et non une recommandation d'achat ou de vente. Il a ajouté que, en vertu d'un ensemble de règles bien établies en droit australien, un investisseur qui se serait fié à une notation ne peut ensuite poursuivre l'agence. Il a également insisté sur le fait que les collectivités auraient dû lire l'ensemble de l'information financière contenue dans les documents qui leur avaient été fournis, ce que onze d'entre elles n'auraient pas fait.

Cette affaire, qui est actuellement en délibéré, pourrait avoir des retombées internationales puisque c'est la première fois qu'une agence est amenée à défendre sa notation proprement dite devant un tribunal.

## 2. Des évolutions législatives encore insuffisantes

### a) L'échec de la loi Dodd-Frank aux États-Unis

Dans l'exposé des motifs de la loi Dodd-Frank, le Congrès américain souligne que le travail des agences de notation relève de l'intérêt public en raison de leur rôle central dans la confiance des investisseurs et l'efficacité de l'économie américaine. Selon le Congrès, elles jouent un rôle de gardien (« *gatekeeper* ») pour le marché de la dette au même titre que les commissaires aux comptes, par exemple.

Le Congrès souligne que l'activité des agences est fondamentalement commerciale et qu'elle doit, de ce fait, être soumise aux mêmes règles de responsabilité. Elles doivent donc rendre des comptes (« *accountability* »). La volonté du législateur américain a donc été parfaitement claire : les agences de notation ne sauraient se prévaloir de la protection du Premier amendement sur la liberté d'expression aux États-Unis.

La loi Dodd-Frank prévoit désormais que la responsabilité des agences peut être recherchée lorsque l'agence a négligé ou omis soit de mener un examen raisonnable des éléments factuels, soit d'obtenir une vérification raisonnable des éléments factuels par une source indépendante.

La loi américaine (*Securities Exchange Act*, 1934) prévoit que toute personne intervenant dans le cadre d'un appel public à l'épargne (vente d'actions ou d'obligations) et faisant des déclarations erronées est soumise à une responsabilité stricte. Il peut s'agir de l'émetteur mais aussi d'une banque, etc. Jusqu'à présent, les agences de notation bénéficiaient d'une exemption à cette disposition, sur le fondement d'une décision du régulateur boursier, la *Securities and Exchange Commission (SEC)*.

La loi Dodd-Frank est revenue sur cette exemption en tenant les agences de notation pour responsables dès lors que la note figure dans le prospectus d'une émission obligataire. **Cette disposition a été mise en échec.** En effet, les agences craignant une augmentation massive des contentieux à leur égard ont fait valoir qu'elles ne souhaitaient pas que leurs notes soient désormais publiées dans les prospectus.

Les émetteurs ont alors indiqué au régulateur que sans notation, en particulier sur les produits titrisés, le marché s'assècherait inévitablement. **Ne souhaitant pas prendre le risque d'une perturbation importante pour le financement de l'économie américaine, la Securities and Exchange Commission (SEC) a pris la décision de suspendre sine die l'application de cet article.** L'échec de ce dispositif montre – s'il en était encore besoin – le pouvoir de marché que détiennent les agences et, paradoxalement, renforce la nécessité de les rendre responsables.

*b) L'absence d'harmonisation européenne*

Le règlement du 16 septembre 2009 sur les agences de notation a créé une responsabilité administrative des agences de notation. Celles-ci sont tenues de se conformer à des contraintes réglementaires destinées notamment à prévenir les conflits d'intérêts et à garantir la qualité des notations. Le respect de ces règles est assuré sous le contrôle du régulateur.

En revanche, le règlement de 2009 n'a pas mis en place, au niveau européen, un régime de responsabilité civile spécifique. Il se borne à prévoir, dans son considérant 69, que « *tout recours visant des agences de notation de crédit en relation avec une violation des dispositions* » du règlement devra « *être effectué conformément au droit national applicable en matière de responsabilité civile* ».

Le règlement introduit toutefois un lien juridique entre les agences de notation et les investisseurs ayant recours aux informations qu'elles produisent<sup>1</sup>. La reconnaissance de cette relation rend possible l'engagement de la responsabilité civile des agences non seulement à l'égard de leurs clients directs, les émetteurs, mais aussi à l'égard d'entités tierces.

Dans le cadre tracé par le règlement, il appartient à chaque État d'organiser le régime de responsabilité civile applicable sur son territoire. Il existe par conséquent vingt-sept régimes dans l'Union européenne, la plupart relevant du droit commun de la responsabilité.

**À cet égard, la France a été particulièrement en pointe. La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a permis d'introduire des dispositions sur la responsabilité des agences de notation.** Ainsi, l'article L. 544-5 du code monétaire et financier pose le principe selon lequel les agences engagent leur responsabilité, « *tant à l'égard de leurs clients que des tiers* », à raison des « *conséquences dommageables des fautes et manquements* » qu'elles commettent dans la mise en œuvre des obligations définies par le règlement européen.

Par ailleurs, l'article L. 544-6 du même code prévoit que **les clauses exonératoires de responsabilité sont interdites dans les contrats qu'elles signent avec les émetteurs.**

Sans entrer dans toutes les subtilités du nouveau régime juridique français, il convient de relever quelques points importants. Tout d'abord, un émetteur peut poursuivre une agence de notation sur le terrain de la responsabilité extra-contractuelle, quand bien même il a signé un contrat avec elle. Concrètement, le législateur a signifié que le respect des prescriptions du règlement européen est impératif, qu'il existe ou non un contrat et que celui-ci ait été correctement exécuté ou non.

---

<sup>1</sup> *L'article 4 du règlement contraint les investisseurs implantés dans l'Union européenne « à n'utiliser à des fins réglementaires que les notations de crédit émises par des agences de notation de crédit établies dans la Communauté et enregistrées conformément au présent règlement ».*

Les clauses limitatives de responsabilité n'ont pas été interdites alors même que cela avait été proposé par l'Assemblée nationale lors de l'examen du texte en première lecture. Mais cette interdiction était susceptible d'être jugée contraire au droit communautaire, dans la mesure où le considérant 35 du règlement européen de 2009 autorise, à ce stade, les clauses excluant la responsabilité des agences de notation dans le cas où leurs clients leur transmettraient des informations erronées.

*c) La délocalisation par le droit opérée par Moody's*

**Suite à l'adoption de la loi de régulation bancaire et financière, Moody's demande désormais que tous les émetteurs français signent des contrats de droit britannique.** L'agence estime que l'environnement juridique français est trop incertain et que sa responsabilité pourrait être trop facilement mise en cause. Cette analyse n'est pas partagée par Standard and Poor's et Fitch qui, d'après les informations recueillies par le Sénat, continuent de contracter en droit français.

La loi française a seulement interdit la désignation d'une juridiction hors de l'Union européenne pour juger d'un différend entre une agence et un de ses clients. Il serait vain en effet de prévoir que la loi française est applicable si le contentieux est « délocalisé » dans des États où le juge ne serait lié ni par le droit communautaire, ni par la loi française.

**L'intention du législateur était que les conflits qui opposent un émetteur ou un investisseur français à une agence de notation soient jugés devant les juridictions françaises et selon les règles du droit français. Il n'est cependant pas possible, compte tenu de nos engagements communautaires, d'imposer de telles clauses dans les contrats.**

Au regard des autres règles européennes applicables en matière de responsabilité extra-contractuelle, le législateur français a également considéré qu'il était possible pour un investisseur d'attirer l'agence en responsabilité devant une juridiction française dès lors que la prestation s'est déroulée sur le sol français – ce qui est, en soi, une condition difficile à prouver s'agissant d'une prestation intellectuelle telle que la notation.

En tout état de cause, si un contentieux devait survenir, il ne manquerait pas de créer un « conflit de lois » et un « conflit de juridictions »<sup>1</sup>, qui devraient d'abord être résolus au regard des règles du droit européen et du droit international privé.

De ce fait, la législation française est certainement critiquable car elle entend régir, au niveau national, une matière essentiellement internationale : les agences, les émetteurs et les investisseurs ne connaissent pas ou peu les frontières.

---

<sup>1</sup> En droit international privé, il y a « conflit de lois » lorsque deux lois nationales sont applicables et il existe un « conflit de juridictions » lorsque deux juridictions sont potentiellement compétentes pour connaître du contentieux.

**Au-delà du débat juridique, il convient surtout de relever que l'absence d'harmonisation européenne en matière de responsabilité civile conduit les agences à se placer sous le régime juridique qu'elles estiment le plus favorable, dans une sorte de « délocalisation par le droit ».**

### **3. Un régime de responsabilité à mieux cerner**

#### *a) Des émetteurs peu susceptibles d'attaquer les agences*

En droit, l'émetteur, lié par un contrat avec l'agence de notation, dispose des armes juridiques les plus solides pour l'attirer en justice. Les nouvelles règles du droit français exposées ci-dessus sont même de nature à renforcer considérablement l'arsenal existant. Ils peuvent en effet choisir de poursuivre l'agence soit sur le terrain de la responsabilité contractuelle, soit sur celui de la responsabilité extra-contractuelle, quand ils estiment que le préjudice subi ne relève pas de l'exécution du contrat.

Or, si les outils juridiques existent, il semble pourtant peu probable que les émetteurs se risquent à attaquer une agence de notation. Le risque de réputation apparaît trop élevé, d'autant plus que la probabilité de gagner est encore faible au regard des contentieux déjà jugés.

À titre d'illustration, en novembre 2011, l'agence Standard and Poor's a annoncé, par erreur, une dégradation imminente de la note de la France. L'État français aurait dû engager une action en dommages-intérêts pour le préjudice subi mais a renoncé. Dès lors, comment croire qu'un émetteur privé vienne à engager une action en justice alors que l'État lui-même n'a pas montré l'exemple ?

#### *b) L'absence de relation contractuelle entre les agences et les investisseurs*

Le fait que les investisseurs puissent traduire en justice les agences de notation, sur le terrain de la responsabilité, n'a rien d'évident. En effet, à la différence des émetteurs, les investisseurs utilisent, le plus souvent, les notes à titre gratuit et ne sont pas liés par un contrat à l'agence de notation. Les obligations d'une agence à l'égard des investisseurs sont dès lors beaucoup plus délicates à définir, d'autant que la note reflète une probabilité sur un événement futur.

Conformément aux règles de la responsabilité civile extra-contractuelle, il leur faut donc prouver qu'ils ont subi un préjudice, que l'agence a commis une faute dans l'élaboration de cette notation, et qu'enfin, il existe un lien entre la faute et le préjudice.

Comme le souligne le professeur Thierry Bonneau, « comment, du point de vue de l'investisseur, caractériser une faute ? Peut-il s'agir d'une faute légère ou seulement d'une faute grave et intentionnelle comme le prévoit la proposition de règlement de 2011 ? Une faute civile pourra-t-elle être

*caractérisée indépendamment de toute qualification de celle-ci, comme faute administrative, par l'Autorité européenne des marchés financiers ? »<sup>1</sup>.*

En effet, lorsqu'une agence aura été sanctionnée par l'autorité de régulation, le demandeur pourra s'appuyer sur cette décision pour prouver la faute. Dans le cas contraire, il lui sera plus difficile de prouver la faute devant le juge civil.

Pour un émetteur, le dommage correspond aux conséquences de la dégradation de ses conditions d'accès au marché. Pour un investisseur, la réparation vise surtout la perte de chance liée au fait qu'il a été empêché d'investir dans un autre titre, à supposer qu'il puisse démontrer que sa décision a été fondée sur la notation. Pour un investisseur institutionnel, ce dernier point peut se déduire des contraintes internes imposant l'acquisition de titres ayant reçu une certaine notation. Mais l'impossibilité de déterminer comment l'investisseur aurait agi en l'absence de faute exclut probablement une réparation intégrale du préjudice.

La difficulté pour le demandeur sera redoublée par le fait qu'il devra prouver deux causalités : celle unissant la faute à la notation et celle unissant la notation incorrecte au préjudice subi.

Par exemple, si une agence omet d'organiser la rotation de ses analystes, en violation du règlement européen de 2009, elle commet une faute que le régulateur peut sanctionner. Mais, encore faut-il prouver que cette faute a influencé la notation précise d'un émetteur. Enfin, l'investisseur devra prouver que cette notation (erronée) a guidé ses décisions et lui a donc causé un préjudice.

Le fait même qu'un investisseur puisse demander réparation à une agence de notation ne fait pas l'unanimité en Europe. Le Royaume-Uni insiste sur l'incongruité de cette démarche. En effet, dans le droit de la *Common law*, le principe « *caveat emptor* » – « que l'acheteur soit vigilant » – régit les relations commerciales. L'utilisateur de la note est placé devant ses propres responsabilités.

L'enquête réalisée par l'IFOP pour le Sénat auprès d'investisseurs français montre néanmoins que ceux-ci souhaitent que les agences soient plus responsables.

---

<sup>1</sup> *Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 10 avril 2012.*

**Tableau n° 52 : Considérez-vous qu'il faille faciliter la mise en cause de la responsabilité des agences de notation ?**

	Ensemble (%)
<b>TOTAL Oui</b> .....	<b>80</b>
• Oui, de la manière la plus large possible .....	17
• Oui, en alignant leur régime par exemple sur celui des commissaires aux comptes .....	63
<b>TOTAL Non</b> .....	<b>20</b>
• Non, sauf grave négligence ou intention de nuire .....	14
• Non, pas du tout .....	6
- Ne se prononcent pas .....	-
<b>TOTAL</b> .....	100

Source : Enquête IFOP réalisée pour le Sénat auprès de 352 utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité.

Ce résultat doit être rapproché de la volonté exprimée par les investisseurs d'évoluer vers un modèle « investisseur-payeur ». En effet, à ce jour, le principal obstacle pour que les investisseurs puissent traduire en justice les agences de notation tient au fait qu'ils ne contractent pas avec elles.

Lors de son audition sur le projet de création d'une agence de notation par Roland Berger, Markus Krall a ainsi fait valoir : « *je me félicite des initiatives prises par la loi Dodd-Frank et par la Commission européenne pour définir la notation comme service ou comme produit. Mais il n'y a pas de réelle responsabilité du fait du produit sans relation contractuelle entre l'agence de notation et l'investisseur. A l'heure actuelle, l'investisseur qui subit le préjudice en cas de problème est considéré comme un tiers au contrat signé entre l'émetteur et l'agence de notation !*

« *Le passage à un système investisseur-payeur est une condition préalable pour pouvoir assurer la couverture du régime de responsabilité pour la notation* ».

Toutefois, ainsi que cela a été démontré précédemment (cf. supra II. B.), la transition générale vers le modèle « investisseur-payeur » ne semble pas réaliste et réalisable à court terme.

*c) Un capital des agences insuffisant pour réparer les dommages*

En tout état de cause, même si la responsabilité des agences peut être plus largement engagée, elle reste néanmoins limitée par la taille du capital dont elles disposent. En effet, si les investisseurs peuvent obtenir gain de

cause, les montants des préjudices subis pourraient rapidement s'élever à des sommes disproportionnées au regard dudit capital.

Par exemple, le capital social des trois principales agences, s'agissant de leurs filiales françaises, est des plus réduits.

**Tableau n° 53 : capital social des filiales françaises de Fitch, Moody's et Standard and Poor's<sup>1</sup>**

	Capital social en euros
Fitch France SAS (1)	80 000
Moody's France SAS (1)	150 000
CMS France SAS (Standard and Poor's) (2)	17 354 000

(1) 2009 (2) fin 2010

En soi, le montant très faible du capital social révèle d'abord que leur activité repose sur le capital humain<sup>2</sup>. Mais il souligne également qu'elles vivent dans un climat d'irresponsabilité. Même la maison-mère de Standard and Poor's en France – dont le capital est pourtant plus de deux cents fois supérieur à celui de Fitch France – serait incapable d'affronter les conséquences d'une condamnation dans un contentieux un tant soit peu important.

Dans l'affaire Parmalat, les dommages-intérêts correspondaient aux honoraires reçus par Standard and Poor's depuis le début des années 2000, soit 784 000 euros, une somme dérisoire au regard des quatre milliards demandés par l'administrateur de Parmalat. Malgré les contentieux en cours, Standard and Poor's n'a pas jugé utile de constituer de provisions dans ses comptes.

**Il apparaît essentiel d'imposer un capital minimum pour les agences de notation qui devrait être fixé par l'Autorité européenne des marchés financiers, au vu des données (chiffre d'affaires, nombre de notes émises, capital social agrégé au niveau européen, etc.) dont elle dispose.**

A l'instar des pratiques en vigueur dans d'autres professions, il est également nécessaire que **les agences de notation souscrivent obligatoirement une assurance « responsabilité civile professionnelle » qui permettrait de couvrir leurs condamnations même en cas d'une insuffisance de capital.**

---

<sup>1</sup> Les capitaux propres s'établissaient en 2010 à 7,6 millions d'euros pour Fitch et Moody's, sans obligation réglementaire de les conserver durablement dans les comptes des sociétés.

<sup>2</sup> Le montant des capitaux propres de Moody's et de Fitch est sensiblement plus élevé puisqu'ils s'élèvent à environ 5,7 millions d'euros pour les deux entités.



*d) La nécessaire harmonisation européenne de la responsabilité civile des agences de notation*

(1) La proposition de la Commission européenne : un texte ambitieux

Fin 2011, la Commission européenne a déposé une proposition de modification du règlement de 16 septembre 2009 sur les agences de notation. Son exposé des motifs indique que « *les notations de crédit [...] continueront dans un avenir proche à influencer les décisions d'investissement. Aussi les agences de notation ont-elles une responsabilité importante envers les investisseurs : celle de respecter les dispositions du règlement qui leur est applicable. Le nouvel article 35 bis traduit cette réalité : une agence de notation qui **enfreindrait le règlement intentionnellement ou par négligence grave et, ce faisant, porterait préjudice à un investisseur qui se serait fié à une notation qu'elle aurait émise, serait tenue pour responsable, sous réserve que l'infraction en question ait influencé la notation*** ».

Il faut tout d'abord se féliciter de l'affirmation et de l'inscription, au niveau européen, du principe de responsabilité des agences de notation. En effet, seul le règlement européen permet d'harmoniser le droit applicable et d'éviter que les agences ne soient tentées de se placer sous la protection de la loi la plus favorable au sein de l'Union européenne.

Par ailleurs, la proposition de règlement prévoit que toute clause visant à exclure ou à limiter la responsabilité civile d'une agence *a priori* est « **nulle et non avenue** ».

La Commission européenne propose également que la **charge de la preuve soit inversée de sorte qu'elle repose sur l'agence** et non sur l'investisseur pour autant que celui-ci « *établit des faits dont on peut inférer qu'une agence de notation a commis* » une faute.

Le texte ne vise **qu'une responsabilité pour faute lourde** (faute intentionnelle ou négligence grave). De fait, il n'est pas possible – ni souhaitable d'ailleurs – de définir l'erreur de notation, notion qui serait par nature trop subjective. C'est pourquoi, il est préférable de chercher une responsabilité procédurale : le respect des obligations prévues par le règlement européen. Une agence ne sera pas responsable simplement parce qu'un émetteur aura fait défaut, quand bien même il était noté AAA. Il ne s'agit pas de condamner *a posteriori* une mauvaise prévision mais de sanctionner les manquements de l'agence au regard de sa méthodologie, de ses procédures internes, etc.

(2) Pour une responsabilité civile rétablissant l'équilibre entre acteurs

Les contributions des parties prenantes sur le texte de la Commission européenne montrent une certaine hostilité vis-à-vis du régime de responsabilité tel qu'il est proposé.

Cette hostilité est d'abord celle des agences de notation elles-mêmes. Aussi un rapport interne de Moody's<sup>1</sup> décrit-il les **efforts de lobbying entrepris, par l'intermédiaire du cabinet spécialisé Brunswick, auprès des législateurs et des régulateurs pour les décourager** de mettre en place un régime de responsabilité civile, puis pour les convaincre des conséquences dommageables de la mise en place d'un tel régime. Face au constat d'une forte probabilité de mise en œuvre d'un tel régime, Moody's a alors décidé de créer un comité « *contingency planning for liability standard changes* » réfléchissant aux différentes possibilités pour faire face à des risques juridiques accrus : **changement du modèle économique, délocalisation des activités en fonction des risques liés à la responsabilité...**

En parallèle, les associations professionnelles des trésoriers d'entreprises et des émetteurs sont aussi réservées.

Elles avancent plusieurs éléments pour justifier leur position :

- la responsabilité ne manquerait pas d'entraîner un coût qui se répercuterait inévitablement sur la tarification des agences ;
- elle créerait également un biais en faveur de l'institutionnalisation des agences. Les investisseurs qui utiliseront à titre principal les notations pour fonder leurs décisions seront mieux protégés ;
- les agences, de peur d'engager leur responsabilité, deviendront conservatrices et n'oseront plus noter ou dégrader les émetteurs risqués ainsi que les entreprises de taille moyenne qui souhaiteraient se tourner vers les marchés obligataires ;
- enfin, ces règles ne manqueront pas de créer de nouvelles barrières à l'entrée dans une activité déjà oligopolistique.

Le coût de la responsabilité est probablement inévitable mais ne doit pas être exagéré. Quant au conservatisme supposé des agences, il est plutôt favorable à la stabilité financière puisqu'il importe que les modifications des notations ne s'inscrivent pas dans le tempo des marchés.

Néanmoins, seule l'Union européenne dispose de la taille critique suffisante, à l'instar des États-Unis, pour réguler les agences de notation. C'est pourquoi **leur responsabilité civile n'a de sens que dans un cadre européen harmonisé, évitant ainsi une nationalisation excessive des règles applicables**. Autrement, la responsabilité restera un principe théorique.

Pour cela, il convient tout d'abord que les émetteurs, et non pas seulement les investisseurs comme dans le texte proposé par la Commission, puissent également bénéficier de ces règles.

Ensuite, les textes européens doivent établir clairement que **la juridiction compétente est celle du pays dans lequel le demandeur ayant subi le préjudice a sa résidence habituelle**. Cette disposition permettra

---

<sup>1</sup> *Enterprise Risk Management de juillet 2010.*

d'éviter la « délocalisation par le droit ». De même, s'agissant des émetteurs, le contrat devrait toujours prévoir qu'il est jugé devant les juridictions du pays de l'émetteur et selon les règles en vigueur dans ce pays.

Par ailleurs, la proposition de règlement résout en partie les difficultés qui résultent de la nécessité de prouver le triptyque « préjudice, erreur, lien de causalité ». Le renversement de la charge de la preuve est une disposition fondamentale pour rétablir l'équilibre entre l'agence et le demandeur. Bien évidemment, les agences ne sauraient être présumées fautives, sans quoi leur responsabilité risquerait d'être engagée à tort et à travers. L'investisseur ou l'émetteur devrait d'abord présenter des éléments suffisamment solides pour établir que l'agence a peut-être commis une faute. Il reviendrait alors à cette dernière de prouver que ce n'est pas le cas.

L'argument de « l'institutionnalisation » des agences du fait de la reconnaissance de leur pleine responsabilité ne peut être retenu. En effet, l'existence d'une responsabilité civile ne saurait conduire les investisseurs à renoncer à leurs diligences. S'ils subissent un préjudice, il reviendra au juge de déterminer s'ils ne sont pas pour partie responsables de leur sort. Par exemple, un investisseur qui se serait entièrement reposé sur les notations ne peut pas être considéré comme ayant mené les diligences propres à son métier.

Les clauses contractuelles liant un émetteur à une agence ne devraient pas non plus limiter le montant des dommages et intérêts que l'agence est susceptible de verser à son co-contractant. En revanche, le contrat peut tout à fait prévoir des clauses limitatives relatives à la mise en cause de la responsabilité, par exemple si l'émetteur a fourni des données erronées aux analystes.

#### ***D. UN CONTRÔLE ADMINISTRATIF NAISSANT, DES EXIGENCES À RENFORCER***

Jusqu'en 2007 aux États-Unis et jusqu'à la crise des *subprimes* en Europe, le principe de l'autorégulation a prévalu pour renforcer les exigences vis-à-vis des agences de notation. Le législateur français a été de ce point de vue en avance pour appeler à un contrôle accru en adoptant deux dispositions sur les agences de notation dans la loi de sécurité financière. L'Autorité des marchés financiers (AMF) a néanmoins jugé ne pas pouvoir exercer de pouvoirs réels vis-à-vis des agences de notation.

Depuis le règlement européen du 16 septembre 2009, ces pouvoirs existent. Ils sont exercés depuis juillet 2011 par une seule autorité, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), qui s'est substituée aux autorités nationales. Ces pouvoirs prennent principalement deux formes : une obligation d'enregistrement des agences de notation souhaitant exercer une activité auprès d'entités européennes et une capacité d'investigation, assortie d'éventuelles sanctions en cas de manquements au règlement européen.

L'essentiel est de mettre en œuvre ces procédures d'enregistrement et de contrôle de manière crédible. Pour cela, il faut identifier les zones de risque pertinentes en ce qui concerne les agences.

## 1. Un secteur incontrôlé jusqu'à la crise des subprimes

### *a) La volonté contrariée du législateur français d'un vrai contrôle des agences de notation*

La loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 a introduit deux dispositions permettant à l'Autorité des marchés financiers (AMF) d'engager une supervision des agences de notation exerçant leur activité en France. L'AMF a considéré que ces dispositions ne lui donnait en réalité ni pouvoirs de supervision ni de coercition.

Aussi n'a-t-elle **pas mis en œuvre la disposition lui permettant d'obtenir les documents préparatoires à l'émission d'une notation**. Sur le fondement de l'ancien article L. 544-3 du code monétaire et financier, en vigueur jusqu'en 2010, les agences de notation avaient l'obligation de conserver pendant trois ans tous les documents préparatoires à l'émission d'une notation et de les tenir à disposition de l'AMF.

À l'initiative du Sénat, la loi de sécurité financière a aussi confié à l'Autorité des marchés financiers (AMF) la responsabilité de publier chaque année « *un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers* »<sup>1</sup>. Cette disposition est toujours en vigueur.

Dès son premier rapport, au titre de l'année 2004, l'AMF a considéré que la demande faite par le Parlement ne pouvait consister en un véritable contrôle des agences. Elle a ainsi précisé qu'il n'était « *pas possible de lui confier une mission de contrôle sur les agences de notation dans la mesure où celles-ci proposent des notations d'ordre général sur les entreprises et ont toutes leur siège ou leurs équipes à l'étranger* » et que « *dans ces conditions, un contrôle assez rigoureux (...) est impossible* ». Il est vrai que les débats parlementaires n'ont pas incité l'autorité à faire de ce rapport un support de contrôle. Pour le rapporteur de la commission des finances de l'Assemblée nationale, il s'agissait seulement de réaliser « *un progrès évident dans la connaissance du travail de ces agences de notation* » et, pour le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, de demander à l'AMF un rapport annuel « *dans la mesure de ses moyens* », « *sur ce qu'elle pense des dites agences de notation, de leurs méthodes et des règles déontologiques appliquées à leur personnel* ».

En pratique, jusqu'en 2010, l'AMF s'est fondée pour réaliser ce rapport sur un questionnaire portant sur « *la structure juridique, capitalistique,*

---

<sup>1</sup> Cf. article L. 544 du code monétaire et financier.

*fonctionnelle et organisationnelle des agences, les services qu'elles proposent, leurs méthodes de travail, les problématiques en lien avec la déontologie, la transparence ainsi que les mesures d'éventuels impacts de leurs notations » adressé aux agences, sur leurs réponses collectées sur une base déclarative, ainsi que sur un certain nombre d'entretiens bilatéraux.*

**Tableau n° 54 : volume des rapports de l'Autorité des marchés financiers consacrés aux agences de notation**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nombre de pages hors annexes	58	16	78	59	72	111	25
Dont pages sur les conflits d'intérêt, la déontologie et les ressources humaines	4	0	4	5	1	1	3
Dont pages sur la titrisation	0	0	12	19	40	17	0

*Source : rapports annuels de l'Autorité des marchés financiers sur les agences de notation*

Ce rapport a été une source d'information majeure sur le marché de la notation en France, malgré des limites liées aux difficultés à consolider des données des agences de notation hétérogènes par nature.

Depuis 2010, l'AMF ne publie plus de données originales sur le sujet, au motif que son rapport annuel risque d'être redondant avec les rapports annuels de l'Autorité européenne des marchés financiers. Elle juge que les agences sont désormais supervisées de manière centralisée au niveau européen et qu'elles sont elles-mêmes organisées sur un périmètre européen, rendant caduc un rapport national sur les agences de notation.

Encore faudrait-il que les autorités européennes exercent un réel suivi du marché de la notation en Europe et produisent des données chiffrées consolidées. L'étude d'impact de la Commission européenne sur la proposition de modification du règlement européen en cours d'examen au premier semestre 2012 puise la majorité de ces données chiffrées dans les rapports de la SEC américaine.

L'examen des rapports passés de l'AMF souligne, en outre, deux aspects. Les enjeux liés à la titrisation n'ont pas été éludés : à partir de 2006, et jusqu'en 2009, le rapport consacre de larges développements à la notation de la titrisation. Ainsi l'AMF a-t-elle pu publier en mars 2007 un document « Risques et tendances » intitulé « *la notation est-elle une réponse efficace aux défis du marché des financements structurés ?* ». A cette occasion, Michel Prada, alors président de l'AMF, avait donné une interview au *Financial Times*, dans laquelle il insistait sur la question des conflits d'intérêts dans le cadre de la titrisation.

En dehors de cet aspect, en revanche, les rapports de l'AMF ont comporté un nombre de pages très limité sur les questions déontologiques et la

gestion des ressources humaines des agences, alors que des cas concrets de manquements déontologiques ont pu être mis en évidence aux États-Unis. Faute d'enquêtes menées *in concreto* avec les analystes des agences de notation, de tels manquements n'ont pas été repérés en France.

Moins qu'un instrument de contrôle des agences de notation, le rapport de l'AMF est apparu comme un révélateur, posant la nécessité de nouveaux modes de régulation. C'est dans cette perspective que le régulateur français a activement participé aux groupes de travail de l'Organisation internationale des commissions de valeurs et du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières.

*b) À l'international, une préférence pour l'autorégulation jusqu'en 2007, un retard européen par rapport aux États-Unis*

Le choix de réglementer l'activité des agences de notation a été pris très tardivement, quelques mois avant la crise des *subprimes* aux États-Unis, un an après celle-ci en Europe. Le premier règlement européen sur les agences de notation ne date que de 2009.

C'est l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), organisme regroupant les régulateurs des principales bourses dans le monde, dont l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui a d'abord pris l'initiative d'un code de bonne conduite, en décembre 2004. Ces règles, qui existent toujours, ne sont pas contraignantes.

Le code de l'organisation internationale, révisé pour la dernière fois en 2008 a été conçu comme un référentiel commun à toutes les agences. Il s'articule autour de quatre grands thèmes : qualité et intégrité du processus de notation, indépendance des agences et gestion des conflits d'intérêts, responsabilité vis-à-vis des émetteurs et des investisseurs, confidentialité de l'information.

Le bien-fondé de ce code n'a pas été contesté par les agences. Sur une base volontaire, elles en ont intégré les principales dispositions dans leur code de conduite interne selon le principe du « *comply or explain* » : les agences indiquent dans quelle mesure elles appliquent les règles de bonne conduite et se justifient des règles qu'elles n'entendent pas appliquer.

Leur code de conduite interne est public. Cependant, dans son rapport annuel 2005 sur les agences de notation, l'AMF relevait « *qu'elles dégagent leur responsabilité vis-à-vis de quiconque au titre de leur code, politiques ou procédures internes... en conséquence elles estiment qu'aucun tiers n'est habilité à revendiquer l'application des dispositions qu'elles ont prises* ».

En 2009, l'OICV a publié un rapport dont l'objet était de déterminer dans quelle mesure les agences de notation avaient intégré ses principes dans leurs propres codes de bonne conduite. Le rapport soulignait l'adoption progressive des principes de l'organisation internationale, notamment chez les

grandes agences de notation. Il faisait aussi valoir qu'aucun contrôle de la mise en œuvre de ces règles n'était effectif.

Aux États-Unis, c'est en 2007, à partir de la mise en application du « *US Credit Agency reform Act* » qu'un mécanisme d'enregistrement des agences, dont l'un des critères est l'existence d'un code de déontologie, a été mis en place. En 2009, la *Securities and Exchange Commission (SEC)* a renforcé les obligations relatives à la séparation des activités commerciales des activités de notation.

L'approche américaine de la régulation repose sur la diffusion d'une information détaillée sur les procédures que l'agence de notation a l'obligation de respecter de façon permanente. Une fois l'information publique, la SEC est chargée de contrôler effectivement l'application des procédures annoncées. Dans son dernier rapport, la SEC relève des faiblesses dans les procédures de prévention et de gestion des conflits d'intérêts, notamment en ce qui concerne l'interdiction faite au personnel de procéder à des transactions sur des émissions notées.

Le règlement européen du 16 septembre 2009, et les modifications intervenues en 2011, constituent une déclinaison fidèle et tardive de l'approche américaine, ainsi que du code de conduite de l'OICV : obligation d'enregistrement et respect des règles liées notamment à la prévention des conflits d'intérêts.

Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) créé en 2001, collègue auquel participait l'Autorité des marchés financiers (AMF), a été remplacé depuis 2011 par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Celle-ci doit veiller au respect du règlement européen.

*c) Une autorité désormais européenne dont les moyens doivent être mis au regard de ses missions*

Suite à la révision du règlement européen, l'ensemble des pouvoirs d'enregistrement et de contrôle des agences de notation, exercés auparavant par un collègue d'autorités nationales de régulation, dont l'AMF, ont été transféré le 1<sup>er</sup> juillet 2011 à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). L'Autorité exerce trois missions principales au titre de la supervision des agences de notation : l'enregistrement des agences souhaitant exercer une activité en Europe, et, le cas échéant, le retrait du certificat des agences ayant enfreint le règlement européen, la conduite d'investigations sur pièces et sur place et la centralisation de l'ensemble des informations transmises par les agences. Elle gère ainsi une base de données normalisées relatives aux notes émises, à leurs modifications et à leurs performances passées.

Comme pour la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, l'exercice de ces missions dépendra des ressources employées par l'AEMF et

de leur qualité<sup>1</sup>. Aux États-Unis, le Congrès a ainsi mis en échec, après l'avoir voté dans la loi Dodd-Frank en 2010, la constitution au sein de la SEC d'un Bureau des agences de notation entièrement consacré à l'élaboration et au contrôle de la réglementation. Les adversaires de la régulation financière aux États-Unis ont refusé les moyens financiers permettant de créer cette entité.

Au sein de l'AEMF, les moyens alloués à la supervision des agences de notation représentent près de 14,5% de son budget total. À la fin de l'année 2011, on comptait 12 équivalents temps plein en plus du chef d'unité et de son assistante pour superviser les agences de notation européennes. L'objectif est d'atteindre 20 équivalents temps plein. Le budget consacré à la supervision des agences est de 3 millions d'euros et comprend, outre la masse salariale, les dépenses liées aux projets informatiques (mise en place d'un outil interne de détection des infractions éventuelles des agences de notation).

L'appréciation sur le juste niveau des ressources humaines consacrées à la supervision des agences de notation est délicate, faute de critères adéquats. L'AEMF mutualise les moyens des autorités nationales sur lesquelles elle peut continuer de s'appuyer partiellement.

Au sein de l'AMF, alors qu'en 2008 et 2009, le nombre d'équivalents temps plein dédiés à la régulation des agences était de l'ordre de 0,5 par an, principalement consacré à la rédaction du rapport annuel, 3,8 équivalents temps plein (direction de la régulation et des affaires internationales, direction de la gestion d'actifs et des marchés et direction des affaires juridiques) ont été recensés pour travailler sur les agences de notation en 2010 et 2,8 en 2011.

Par rapport à la SEC, les moyens sont de même ordre. La loi Dodd-Frank prévoyait en effet pour le bureau des agences de notation un effectif de 20 personnes.

Si le règlement en cours d'examen au premier semestre 2012 devait attribuer de nouvelles missions à l'Autorité européenne des marchés financiers - vérification préalable des changements de méthodologie et conservation d'un nombre de données accru - le nombre de personnes affectées à la supervision des agences de notation devrait légitimement augmenter.

---

<sup>1</sup> Au sein de l'AMF, les personnes appelées à contribuer à l'enregistrement et à la régulation des agences de notation étaient des cadres, d'ancienneté variable (3 à 15 ans d'expérience de l'économie et des marchés) et généralement de formation Bac + 5 (Sciences Po, DEA de finance, DEA d'économie, doctorat d'économie, doctorants d'économie et finances...). Leurs parcours respectifs étaient diversifiés : carrière réalisée entièrement au sein du régulateur, économistes senior issus du secteur public ou privé, experts alternant des fonctions auprès de la direction de la régulation et des affaires internationales, direction de la gestion d'actifs et des marchés. Leur formation initiale ressemble en partie aux analystes recrutés par les agences de notation. Depuis fin 2010, l'expert de l'AMF sur les agences de notation est également en charge des dossiers relatifs à la titrisation et à la finance structurée. Cette double compétence apparaît nécessaire, compte tenu notamment de l'importance de la notation dans l'économie des véhicules de titrisation.



On peut ainsi rappeler qu'une activité de conseil en notation comme celle de l'équipe de CIB Crédit agricole emploie pas moins de sept personnes en France. Son métier, qui consiste à examiner en détail les méthodologies des agences, ressemble pour partie à celui de l'AEMF.

*d) L'effort réglementaire : un poste de coût important pour les agences*

L'effort consacré par les agences au respect de leurs exigences réglementaires est devenu très substantiel.

Ainsi DBRS, agence de notation canadienne, a-t-elle expliqué à la Chambre des Communes britannique, que **50 % de ses coûts, pour la première année après son installation en août 2010, avaient été liés aux formalités d'enregistrement et aux obligations posées par le règlement européen.**

Le Sénat a interrogé les trois grandes agences sur leurs coûts liés à la mise en œuvre des réglementations.

Les périmètres de leurs réponses sont très différents mais soulignent l'importance de leur investissement réglementaire.

Ainsi, Fitch estime que ces coûts de mise en conformité par rapport aux réglementations représentent **25 millions de dollars annuels au niveau mondial, soit 16 % de son résultat d'exploitation.** La masse salariale représente 80 % de ces coûts. Ils ne comprennent pas les dépenses qui seraient réalisées de toute façon par l'entreprise au titre de ses bonnes pratiques professionnelles.

Moody's ne calcule pas de coût global pour ce que représente la conformité de son activité aux différentes réglementations. L'agence indique que **le coût mondial additionnel correspondant à l'enregistrement et à la mise en conformité réglementaire devrait être de l'ordre de 10 à 15 millions de dollars en 2012.**

Standard and Poor's propose un coût global induit par la réglementation de **80 millions de dollars en 2010, contre 63 millions de dollars en 2009.** L'augmentation liée aux nouvelles exigences réglementaires aurait représenté **entre 12 et 15 millions de dollars en 2011.**

## **2. Une obligation d'enregistrement des agences en trompe l'œil**

*a) Une procédure d'enregistrement qui se généralise dans le monde*

Partie des États-Unis, l'obligation d'enregistrement se généralise progressivement dans l'ensemble des pays de l'OCDE et des pays émergents. Le régime des pays tiers, qui pose des règles d'équivalence pour les notations émises dans d'autres régions du monde que l'Europe, a été un levier pour inciter chaque Etat à se doter d'une réglementation compatible avec les normes européennes.

En Australie, la détention d'une licence par les agences de notation est obligatoire depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2010. La réglementation leur impose de recourir à une méthodologie aussi sévère que celle recommandée par l'AEMF afin de permettre aux notations préparées en Australie d'être utilisables au sein de l'Union Européenne.

De même, à Hong Kong, en réponse aux décisions du G 20 de réguler l'activité des agences de notation, les autorités ont amendé, le 1<sup>er</sup> juin 2011, la loi régissant les marchés financiers pour prévoir, notamment, l'obtention obligatoire de licences professionnelles. En Inde, l'obligation d'enregistrement est ancienne, mais en juillet 2011 a été mise en place une procédure nouvelle permettant aux agences de bénéficier d'un certificat permanent après une période probatoire.

En revanche, au Brésil (avril 2012), à Singapour et au Canada (avril 2012), l'obligation d'enregistrement est récente et les formalités des agences n'ont pas encore commencé. Le Canada n'a pas encore mis en place de commission nationale des valeurs mobilières, cette compétence relevant des autorités provinciales.

*b) La procédure européenne, un travail long et documenté*

Le processus d'enregistrement des trois principales agences de notation s'est étendu sur une durée de 14 mois, entre août 2010 et octobre 2011. Le volume des informations communiquées par Standard and Poor's, Moody's et Fitch témoigne des contraintes liées à la procédure d'enregistrement. **Ces agences ont respectivement communiqué aux autorités européennes 2 600 pages, 17 700 pages et 8 500 pages de documents.**

**Tableau n° 55 : nombre de documents et de pages fournis par les trois grandes agences de notation pour leur enregistrement en Europe**

	Nombre de documents	Nombre de pages
Standard and Poor's	145	2 600
Moody's	92	17 700
Fitch	913	8 500

*Source : documents d'enregistrement des agences 2010-2011*

Le nombre de documents communiqués par les trois grandes agences explique en partie la longueur du processus d'enregistrement. Ce processus a été long, voire lent en ce qui concerne certaines phases.

L'Autorité européenne des marchés financiers n'était pas constituée au moment du lancement du processus d'enregistrement et celui-ci a donc été largement conduit par les autorités nationales de régulation.

Le collège des régulateurs nationaux a tout d'abord dû élaborer une doctrine commune d'examen des dossiers, absolument indispensable pour Standard and Poor's, Moody's et Fitch qui disposent de filiales dans plusieurs pays européens<sup>1</sup>. Avant le début de la procédure, un guide de 60 pages avait été élaboré, sans qu'il suffise à constituer cette doctrine commune.

La phase d'examen du caractère complet des trois dossiers s'est achevée aux mois de mars et d'avril 2011, avec l'envoi d'une lettre de complétude aux trois agences (3 mars pour Fitch, 14 mars pour Standard and Poor's et 6 avril pour Moody's). Cette première phase a été particulièrement longue, au regard du règlement européen. Celui-ci prévoyait seulement 25 jours pour vérifier que les dossiers étaient complets.

En partie parce que les autorités nationales ont dû s'accorder sur les documents complémentaires à demander aux agences, au moins trois lettres d'incomplétude ont été transmises à chaque agence. En réponse à ces lettres, les agences ont fourni en novembre, janvier et mars, des documents additionnels pour compléter leur dossier. À chaque fois, l'envoi de documents additionnels a fait l'objet d'une revue intégrale par l'ensemble des membres du collège des régulateurs européens.

La phase de complément des dossiers (août 2010 – mars 2011) a été plus longue que la phase d'analyse et de vérification des données fournies par les agences (avril 2011 – octobre 2011). Au total, chaque agence a envoyé 16 séries de documents, ce qui représente plus d'un envoi par mois en moyenne.

---

<sup>1</sup> *Les axes d'examen ont été regroupés en sept rubriques : organisation générale et gouvernance ; contrôle interne (dont conformité) ; relations commerciales et ressources ; conflits d'intérêts ; procédures de notation et méthodologies ; publications ; endossement.*

**Tableau n° 56 : thèmes des échanges entre les autorités européennes chargées de leur enregistrement et les trois grandes agences de notation**

Séries d'envois	Standard and Poor's	Moody's	Fitch
Août 2010	Actionnariat Gouvernance Méthodologies Informations financières Externalisation Conflits d'intérêts Ressources humaines Rémunérations	Actionnariat Gouvernance Méthodologies Informations financières Externalisation Conflits d'intérêts Ressources humaines Rémunérations	Actionnariat Gouvernance Méthodologies Informations financières Externalisation Conflits d'intérêts Ressources humaines Rémunérations
Novembre 2010	Gouvernance Méthodologies Informations financières Externalisation	Gouvernance Méthodologies Conflits d'intérêts Rotation des analystes	Actionnariat Gouvernance Méthodologies Informations financières Contrôle de conformité Conflits d'intérêts Ressources humaines Rémunérations
Janvier - Février 2011	Gouvernance Méthodologies Conflits d'intérêts Informations financières Rotation des analystes	Gouvernance Méthodologies Conflits d'intérêts Rotation des analystes Rémunérations Externalisation	Gouvernance Conflits d'intérêts Méthodologies Externalisation Contrôle de conformité
Printemps 2011	Gouvernance Méthodologies	Contrôle de conformité	
Eté 2011	Gouvernance Méthodologies Contrôle de conformité	Méthodologies Conflits d'intérêts Externalisation	Gouvernance Méthodologies Conflits d'intérêts Externalisation Rémunérations
Septembre 2011	Gouvernance Méthodologies Rotation des analystes	Méthodologies Conflits d'intérêts Externalisation	Gouvernance Conflits d'intérêts
Octobre 2011	Méthodologies Externalisation	Méthodologies Conflits d'intérêts	Méthodologies

Source : données présentées par les trois grandes agences à l'appui de leur demande d'enregistrement

*c) La faiblesse de l'examen des informations liées aux ressources humaines*

Dans les quelque 30 000 pages remises aux autorités européennes, un grand nombre n'a pas représenté un grand intérêt pour procéder à l'enregistrement des grandes agences.

L'examen des échanges écrits entre les autorités européennes chargées de leur enregistrement et les trois grandes agences de notation montre que, par ailleurs, tous les points recensés<sup>1</sup> n'ont pas bénéficié de la même attention.

D'une part, **des priorités ont clairement été établies**. Les questions de méthodologie et de conflits d'intérêts ont fait l'objet d'une analyse approfondie de la part des régulateurs nationaux.

**Les autorités européennes peuvent se targuer dans ces domaines d'avoir fait progresser les trois grandes agences** : par exemple, Fitch a été contrainte, pour obtenir sa licence, de procéder à la dernière minute à la nomination d'un administrateur indépendant correspondant vraiment aux critères de la réglementation européenne, et disposant d'une bonne connaissance de la titrisation ; Moody's et Standard and Poor's ont été obligés de publier une mention spécifique annexée à la notation lorsque l'entreprise notée est en même temps actionnaire (plus de 5 %) de l'agence<sup>2</sup>. Certains refus ont aussi été constatés : refus (au vu des échanges avec les régulateurs), par exemple, de Standard and Poor's, pour des raisons de coût, d'un enregistrement des conversations téléphoniques entre les analystes et les émetteurs, ou de la présence d'un responsable de la conformité lors de leurs rencontres. Moody's aurait au contraire, au vu des documents étudiés, accepté l'enregistrement.

Les points sur lesquels aucune vérification sur pièce ou sur place n'était nécessaire ont également été privilégiés (cas des administrateurs indépendants par exemple).

Faute d'avoir pu définir au préalable un format prédéfini et harmonisé de données, dans le domaine par exemple des finances et des ressources humaines, **les données transmises ont été trop hétérogènes et insuffisamment consolidées, au niveau européen, pour être exploitables**.

Les critères mêmes d'appréciation des données n'ont été établis sur certains points, lorsqu'ils le sont aujourd'hui, qu'à l'issue du processus d'enregistrement des 17 agences ayant reçu l'aval de l'AEMF en

---

<sup>1</sup> L'annexe II du règlement européen du 16 septembre 2009 énumère 17 informations à fournir pour l'enregistrement : structure de l'actionnariat ; structure organisationnelle et gouvernance d'entreprise ; ressources financières ; effectifs expertise ; informations concernant les filiales ; description des méthodes et procédures ; politiques et procédures appliquées pour détecter, gérer et divulguer les conflits d'intérêts éventuels ; informations relatives aux analystes de notation ; régime de rémunération et d'évaluation des performances ; services autres que les activités de notation ; programme d'activités, avec indication du lieu où l'agence de notation de crédit prévoit d'exercer l'essentiel de ses activités professionnelles, des succursales à établir, ainsi que du type d'activités envisagées ; documents et informations détaillées concernant l'utilisation prévue du système d'aval ; documents et informations détaillées concernant les accords d'externalisation prévus, y compris informations sur les entités exerçant des fonctions d'externalisation.

<sup>2</sup> Moody's a été aussi contrainte de publier un avertissement lorsqu'un membre du conseil d'administration de l'entreprise noté peut aussi être membre du conseil d'administration de Moody's, sans pour autant s'engager à éviter les incompatibilités entre ce cumul de fonction potentiellement porteur de conflits d'intérêts.

octobre 2011. L'enregistrement constituait, en effet, une première pour les régulateurs européens sur lequel ils ne disposaient d'aucun recul, d'aucune expérience.

Dans ces conditions, l'examen des informations liées aux ressources humaines a été en-deçà du nécessaire, au regard des préoccupations exprimées dans plusieurs rapports et témoignages sur l'insuffisance des moyens – en qualité ou en quantité – consacrés aux notations (*cf.* A de la présente partie).

Dans ce domaine, l'accent a été clairement mis sur deux aspects : les rémunérations et la politique de rotation interne des analystes. Ces deux aspects sont liés à une volonté utile de prévention des conflits d'intérêts. **Au vu des demandes des autorités européennes, le nombre de dossiers par analyste, le niveau de recrutement et la politique de formation ont fait l'objet d'une attention limitée, soit que les informations transmises par les agences aient été jugées satisfaisantes, alors qu'elles étaient inexploitable, soit que l'importance de ces questions ait été sous-estimée. Sur ces questions, la procédure d'enregistrement a constitué « un coup pour rien ».** Par comparaison, la composition des conseils d'administration et l'externalisation occupent une place significative dans les échanges.

L'AEMF a reconnu *ex post* implicitement les faiblesses de la procédure d'enregistrement dans ce domaine : son premier rapport de contrôle, issu d'une vérification sur place des trois grandes agences quelques semaines seulement après la conclusion de la procédure souligne des faiblesses préoccupantes dans la gestion des ressources humaines de certaines d'entre elles.

Il faut rappeler que l'enregistrement n'est pas un processus « sous conditions ». L'enregistrement des trois grandes agences est désormais acquis. La sanction du « désenregistrement » est bien prévue dans le règlement européen, mais elle aurait un tel impact qu'elle est vraisemblablement impossible à utiliser, au moins vis-à-vis de Moody's et de Standard and Poor's, compte tenu de leur position de marché.

*d) Une ambiguïté fondamentale débouchant sur une faible crédibilité des agences enregistrées*

Une procédure d'enregistrement constitue une barrière à l'entrée supplémentaire pour les acteurs économiques souhaitant entrer sur le marché de la notation. Sa justification tient à la nécessité de garantir la qualité des notations. Dans le cas européen, cette nécessité absolue a été **contrebalancée par la volonté des autorités de favoriser la concurrence** et donc de faciliter l'arrivée de « petites agences ». Le règlement européen du 16 septembre 2009 prévoit d'ailleurs une procédure d'enregistrement adaptée et allégée pour les structures de moins de 50 salariés.

*De facto*, l'Europe a enregistré et autorisé un nombre d'agences (17) sans aucune comparaison avec ce que font d'autres pays : 10 aux États-Unis, 6 en Australie, 5 à Hong-Kong.

**Tableau n° 57 : les agences enregistrées en Europe, aux États-Unis, en Australie, à Hong Kong et en Inde**

Pays	Europe (AEMF)	États-Unis (SEC)	Australie (ASIC)	Hong Kong (SFC)	Inde (SEBI)
Nombre	17	10	6	5	5
Nom et nationalité des agences	1. Standard and Poor's 2. Moody's 3. Fitch 4. DBRS (Canada) 5. AM Best (US) 6. JCRA (Japon) 7. Euler Hermès (All.) 8. Feri (All.) 9. Creditreform Rating (All.) 10. Scope Credit Rating (All.) 11. GBB-Rating (All.) 12. Assekurata (All.) 13. ICAP Group (Grèce) 14. Companhia Portuguesa de Rating (Port.) 15. CRIF (Italie) 16. Capital Intelligence (Chypre) 17. Bulgarian Credit Rating Agency (Bul.)	1. Standard and Poor's 2. Moody's 3. Fitch 4. DBRS (Canada) 5. JCRA (Japon) 6. R&I (Japon) 7. AM Best 8. Egan Jones Ratings, 9. Kroll Bond Ratings 10. Morningstar Ratings.	1. Standard and Poor's 2. Moody's 3. Fitch 4. Corporate Scorecard Pty Ltd (Aus.) 5. Australia Ratings Pty Ltd (Aus.) 6. AM Best (US)	1. Standard and Poor's 2. Moody's 3. Fitch 4. AM Best (US) 5. CTRISKS Rating Limited (Hong Kong)	1. CRISIL (Inde) <sup>1</sup> 2. ICRA (Inde) <sup>2</sup> 3. CARE (Inde) 4. Fitch 5. Brickworks Ratings India 6. SME Rating Agency of India (Inde)

Source : direction générale du Trésor/Sénat

Dans chacun des pays étudiés par le réseau de la direction générale du Trésor pour le Sénat<sup>3</sup>, le régulateur enregistre des agences locales, actives sur le seul marché domestique de la notation (cas par exemple des agences australiennes ou indiennes). Encore s'agit-il souvent, dans le cas de l'Inde, d'agences ayant une position forte sur ce marché local.

Dans le cas de l'Europe néanmoins, la logique tendant à favoriser des acteurs locaux a été poussée à l'extrême, avec l'enregistrement de 11 agences de notation n'ayant peu ou prou d'activité que dans un seul pays européen. On relève, par exemple, une agence de notation bulgare ou une agence de notation chypriote.

<sup>1</sup> Contrôle majoritaire par Standard and Poor's.

<sup>2</sup> Participation minoritaire de Moody's.

<sup>3</sup> Cf. *étude en annexe*.

Cet enregistrement de « petits acteurs » tient à deux raisons principales :

- premièrement, la procédure d'enregistrement de 2010-2011 a été un processus collégial conduit par les autorités des différents États membres, plutôt qu'un processus visant à faire émerger des agences de notation actives sur l'ensemble du marché européen ;

- deuxièmement, un axe fort des autorités européennes vise à tout prix à montrer qu'elles ouvrent le marché de la notation à la concurrence.

Ce faisant, on peut se demander si les mêmes exigences de sérieux et de qualité, malgré le principe d'égalité de traitement prévu par les textes communautaires, ont prévalu pour l'enregistrement de toutes les agences, les « petites agences » bénéficiant pourtant (parfois sur un nombre d'activités de notation plus réduit) de la même autorisation d'exercer en Europe.

**Aucune des « petites agences » enregistrées n'a été intégrée dans la liste des « organismes externes d'évaluation de crédit », dits « OEEC »** (cf. partie I), compétents pour évaluer la qualité des actifs dans le cadre de la régulation bancaire, ou bien pour juger des garanties présentées par les banques à la Banque centrale européenne en échange de ses refinancements.

C'est dire que l'Autorité de contrôle prudentiel française ou la Banque centrale européenne n'accordent **aucune crédibilité à la procédure d'enregistrement telle qu'elle a été conduite vis-à-vis des petites agences.**

La procédure n'apparaît donc pas pour ce qu'elle devrait être : un gage de qualité.

Dans le cadre de la proposition de règlement sur les fonds propres bancaires, en cours de discussion au premier semestre 2012, la Commission européenne envisage une convergence entre les législations puisque que toutes les agences enregistrées auprès de l'AEMF seraient désormais automatiquement reconnues comme « OEEC ». En revanche, la Banque centrale européenne s'y refuse obstinément et continuera de sélectionner les agences de notation selon ses propres critères.

*e) L'harmonisation nécessaire du travail entre autorités américaines et européennes*

Les gestionnaires d'actifs investissant leurs capitaux partout dans le monde, il est **impératif que les notations des trois grandes agences, qui utilisent la même échelle quelle que soit la nationalité de l'émetteur, correspondent à la même exigence de qualité.**

La question des exigences réglementaires pesant sur les différentes filiales de Standard and Poor's, Moody's et Fitch dans le monde, et celle de leurs écarts éventuels, constitue un enjeu important. De ce point de vue, le règlement du 16 septembre 2009, en introduisant une procédure d'équivalence sous condition avec le processus d'enregistrement d'autres États, a incité ces



derniers à se doter à leur tour d'une réglementation sur les agences de notation, proche dans ses principes des règles européennes.

L'AEMF a ainsi agréé, par exemple, les réglementations américaine, australienne, canadienne, mais aussi celles de l'Argentine, du Brésil et du Mexique, de Hong-Kong et de Singapour.

L'enregistrement de la SEC américaine, et son label « NRSRO », constitue cependant toujours un standard international de reconnaissance pour les agences de notation souhaitant exercer une activité dans le monde entier. Le label européen doit lui aussi devenir ce gage de reconnaissance internationale.

Dans cette perspective, le renforcement des exigences réglementaires vis-à-vis des agences de notation, en cours d'examen au sein des institutions européennes au cours du premier semestre 2012, alors que la loi Dodd-Frank de juillet 2010 n'est que partiellement appliquée aux États-Unis, avec des standards au demeurant moins ambitieux, crée les conditions d'une divergence de vue entre le régulateur européen et le régulateur américain.

L'harmonisation de ces deux réglementations ne pourra être engagée que dans un cadre supra-étatique, au sein du G 20. L'ambition pourrait être, à terme, que l'enregistrement des agences soit opéré par une institution internationale.

Resterait à définir si les standards européens s'appliqueraient, ou ceux d'une réglementation américaine potentiellement moins ambitieuse.

### **3. Des sanctions très rares, un processus de contrôle limité**

Avant la publication d'un premier rapport d'enquête de l'AEMF sur Standard and Poor's, Moody's et Fitch, le 22 mars 2012, aucune autorité nationale de régulation en Europe n'avait publiquement mis en cause les faiblesses des agences de notation au regard de la réglementation. Encore le rapport est-il strictement anonyme et n'engage pas une procédure visant à mettre en œuvre des sanctions.

#### *a) Des contrôles administratifs de faible portée*

Ce n'est que depuis juillet 2011 que l'Autorité européenne des marchés financiers dispose des moyens de contrôle des agences de notation. Auparavant, cette responsabilité était exercée par les autorités nationales, c'est-à-dire l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour la France.

Il convient de distinguer deux périodes, avant et après l'intervention du règlement européen du 16 septembre 2009.

Avant 2009, aucun contrôle spécifique visant à vérifier le respect des obligations professionnelles des agences de notation n'a été diligenté par l'AMF. **Deux enquêtes liées à un dysfonctionnement de marché, au titre des compétences générales de l'AMF, ont néanmoins eu une forte**

**composante liée aux agences de notation au cours des trois dernières années.** Un émetteur a eu à subir les conséquences d'un changement de note intervenu alors qu'il émettait un produit financier. Dans une autre affaire, des rumeurs de dégradation d'une note se sont accompagnées d'opérations suspectes.

Aucune de ces deux enquêtes n'a donné lieu à sanction par la commission des sanctions de l'AMF. L'une des deux enquêtes a conduit cependant le collège de l'AMF à décider de l'envoi d'une lettre d'observations à une agence de notation. Cette lettre n'a pas été rendue publique.

Si Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF, fait valoir que durant cette période, « *nous n'avions pas les moyens d'encadrer la méthodologie des agences ni de contrôler leurs éventuels conflits d'intérêts* »<sup>1</sup>, tel n'a pas été le cas en 2010 et 2011.

Après 2009, la compétence directe de l'AMF a été effective de juin 2010 à juillet 2011, date du transfert effectif de compétence à l'AEMF (hors période ultérieure de transition jusqu'au 31 octobre 2011) : la modification du règlement européen du 11 mai 2011 a en effet organisé le transfert de la régulation des autorités nationales vers les autorités européennes.

D'une part, l'AMF, considérant que ses pouvoirs n'étaient que transitoires, n'a pas souhaité les exercer. La plupart des autres régulateurs nationaux, anticipant le transfert annoncé de compétence, n'ont pas souhaité engager de ressources et n'ont mené aucun contrôle. On ne peut que regretter de telles décisions, qui ont différé pendant plus d'un an la mise en œuvre effective du règlement européen en matière de contrôle.

D'autre part, l'AMF a souhaité concentrer ses efforts sur la procédure d'enregistrement, plutôt que de se lancer dans des investigations sur pièces et sur place qui auraient, il est vrai, altéré les relations avec les agences au cours de cette phase cruciale.

Paradoxalement, quand bien même les pouvoirs de contrôle des agences de notation échappent désormais aux autorités nationales, l'AMF peut toujours enquêter sur les agissements de celles-ci sous l'angle des abus de marché. C'est la voie qu'elle a empruntée pour ce qui concerne l'annonce erronée de la dégradation de la France le 10 novembre 2011. Le fondement juridique sur lequel s'appuient les enquêteurs n'est pas spécifique aux agences de notation. Il repose sur l'article 632-1 du règlement général de l'AMF qui dispose que « *toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que*

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 11 avril 2012.

L'AEMF a de son côté engagé une même enquête au titre de ses pouvoirs de contrôle sur les agences de notation.

*b) Un arsenal limité de sanctions, des délais particulièrement longs*

L'Autorité européenne des marchés financiers a désormais, au titre de ses pouvoirs de surveillance continue, un pouvoir d'enquête générale (notamment concernant l'examen de données, la convocation de personnes liées à l'activité des agences, la possibilité de conduire des interrogatoires et d'inspection sur place). Le règlement européen prévoit que l'autorité européenne conduise une enquête pour chaque agence de notation avant le 1<sup>er</sup> juillet 2014.

Il est trop tôt pour préjuger de l'action que mènera l'AEMF dans ce domaine, même si son premier rapport témoigne d'une volonté d'utiliser effectivement ses pouvoirs.

Il reste cependant deux préoccupations.

La première tient à la modicité des sanctions possibles. En cas d'infraction au règlement européen, que cela soit délibéré ou par le fait de négligence, l'autorité européenne est habilitée à infliger des astreintes ou des amendes. Le règlement européen comporte une grille qui établit une correspondance entre la nature des dispositions réglementaires enfreintes et une peine pécuniaire définie sous forme de fourchette. Elle tient compte du chiffre d'affaires annuel des agences et du degré de gravité de l'infraction commise.

Le montant maximal possible d'une amende est limité à 750 000 euros et ne peut excéder 20 % du chiffre d'affaires d'une agence pour l'année antérieure. Son montant est cependant au moins égal à la réparation de l'avantage financier induit par le biais de l'infraction. Pour les trois grandes agences, les risques financiers liés au régime de sanction sont modestes.

La seconde tient au délai des procédures. Pour ce qui concerne l'AEMF, son cadre d'action est seulement en train de se mettre en œuvre. On peut cependant avoir à l'esprit la durée des procédures de l'AMF. Pour ce qui concerne l'enquête relative à l'annonce erronée de la dégradation de la France le 10 novembre 2011, la phase d'investigation devrait se poursuivre jusqu'à l'automne. C'est seulement à ce moment que le Collège de l'AMF décidera ou non de renvoyer le dossier à la commission des sanctions. Le processus de sanction éventuel, conduit sous une forme contradictoire, pourrait prendre ensuite une nouvelle année.

Il faut donc de l'ordre de deux ans pour qu'une procédure soit menée à son terme.



## **CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE ET PROPOSITIONS**

*Dans une mission qui s'apparente parfois à une délégation de service public, dans une fonction de quasi régulateur exercée au demeurant sur un plan international, la qualité du travail des agences de notation est enfin devenue une préoccupation des pouvoirs publics. Or, jusqu'à une période récente, ce sont Standard and Poor's, Moody's et Fitch qui ont fixé leur propre cahier des charges, leur propre déontologie, leurs méthodes de travail et le mode d'évaluation de leurs résultats.*

*Ce n'est que très tardivement, depuis 2007 aux États-Unis, depuis 2009 en Europe, que l'activité des agences de notation est devenue une activité partiellement réglementée. Cette évolution était nécessaire car la réputation et la sanction du marché n'ont pas agi comme des garants naturels de la qualité des notations.*

*Les divergences progressives de réglementation entre Europe et États-Unis – évolution réglementaire en 2012 en Europe ; reculs aux États-Unis sur la responsabilité des agences et sur la création d'un bureau des agences au sein de la Securities and Exchange Commission (SEC) – exigeront de nouvelles discussions au G 20, avec la nécessité d'affirmer un principe de convergence. La mission commune d'information formule ainsi la proposition suivante :*

*1. l'introduction d'un **enregistrement commun sur le plan international pour les grandes agences de notation ayant un rôle systémique**, avec une convergence entre SEC et Autorité européenne des marchés financiers (objectif : favoriser la convergence réglementaire sur les agences de notation).*

*Cette proposition s'adresse au Gouvernement pour qu'il la porte au G 20.*

*Malgré des erreurs avérées de notation, la question de la méthodologie utilisée a été longtemps éludée tant par les législateurs que par les superviseurs. Elle n'a finalement été posée, avec beaucoup de précaution, que très récemment. Les publications des trois principales agences de notation sont devenues très abondantes. L'objectif de la Commission européenne d'explications claires, aisément compréhensibles, est néanmoins loin d'être acquis. Interrogés sur les qualificatifs associés à l'image des agences de notation, les investisseurs sont 58 % à considérer que la transparence des méthodes est un critère qui qualifie mal les agences de notation. Les documents publiés sont jugés trop complexes pour être exploitables par une majorité d'entre eux (56 %).*

*Progressivement, la réglementation européenne invite l'Autorité européenne des marchés financiers à s'intéresser aux méthodologies des agences. Le sens de l'histoire va vers un label réglementaire sur les méthodes des agences. Il faut en effet rappeler que 400 modèles d'évaluation interne des risques développés par les banques ont été validés par les autorités nationales et européennes. On voit mal comment l'évaluation externe du risque pourrait durablement échapper à cette exigence. Ceci conduit la mission commune à formuler deux propositions :*

*2. la création d'un **forum**, dont le secrétariat général serait assuré par l'Autorité européenne des marchés financiers, visant à **systematiser les discussions et la recherche sur les méthodologies de notation entre les agences, les investisseurs, les émetteurs et les milieux académiques** (objectif : favoriser la compréhension des méthodologies des agences et inciter à la recherche dans ce domaine) ;*

*3. une **procédure d'avis préalable** de l'Autorité européenne des marchés financiers sur les changements significatifs de modèles développés par les agences de notation (objectif : entrer dans une démarche de validation des méthodologies des agences comme cela est pratiqué pour les modèles d'évaluation interne des risques des banques).*

*En revanche, la gestion des ressources humaines, paramètre essentiel de la qualité des notations, reste une zone d'ombre faute de contrôle suffisant, au moment de l'enregistrement des agences, par l'AEMF. L'examen du nombre de dossiers par analyste, des qualifications, de la formation continue, de l'ancienneté des analystes **n'a pas constitué la priorité** au moment de l'enregistrement de Standard and Poor's, Moody's et Fitch.*

*Les chiffres produits par les agences leur permettent d'afficher des ratios satisfaisants, avec une moyenne comprise, selon le type de notation, entre 8,4 dossiers par analyste et 11,4 dossiers par analyste pour Standard and Poor's, hors produits structurés, et une moyenne comprise entre 10,9 dossiers par analyste et 15,2 dossiers par analyste pour Moody's. Mais les données produites ne permettent pas de mesurer de manière satisfaisante la charge de travail des analystes, faute de définition de ce qui constitue pour eux un « dossier » (notation à la fois d'un émetteur et d'une émission) et faute de pondération en fonction de la complexité des dossiers.*

***Il faudrait que ces indicateurs fassent l'objet d'une définition rigoureuse, harmonisée et contrôlée par l'Autorité européenne des marchés financiers.***

*De même, la politique de formation continue des agences est à leur entière discrétion, sans garantie sur leurs réelles qualifications. Chez Fitch, selon un document de 2009, seulement 14 % des analystes au niveau mondial disposaient de la certification externe de « Chartered Financial Analyst ». Enfin, toujours en ce qui concerne les ressources humaines, 62 % des analystes affectés à la notation des entreprises avaient moins de cinq années d'ancienneté en 2009-2010. Ce chiffre s'élève à 71 % pour Fitch. Pour la*

dette souveraine, 78 % des analystes de Moody's avaient moins de cinq ans d'ancienneté, dont 30 % moins de deux ans d'ancienneté. En ce qui concerne la notation des produits structurés, le pourcentage d'analystes ayant moins de cinq ans d'ancienneté s'élève à 70 % en moyenne. Au sein de Fitch, 81 % des analystes de produits structurés ont moins de cinq années d'ancienneté.

Aussi la mission commune d'information formule-t-elle trois propositions dans le domaine des ressources humaines :

4. la définition par l'AEMF d'un **indicateur harmonisé de charge de travail des analystes** (objectif : permettre un contrôle effectif par les agences et par le régulateur de la charge de travail des analystes) ;

5. l'introduction d'une **exigence par l'AEMF d'un système de certification professionnelle assuré par un organisme extérieur indépendant** (objectif : donner une meilleure assurance sur la qualification professionnelles des analystes) ;

6. **une politique de contrôle des ressources humaines plus active par l'AEMF dès l'enregistrement des agences** (objectif : accroître la qualité de la procédure d'enregistrement européenne).

Ces trois propositions s'adressent à l'Autorité européenne des marchés financiers et au Parlement européen au titre de ses pouvoirs de contrôle de l'agence.

Les mécanismes de marché n'ont pas fonctionné pour assurer la qualité des notations et éviter les erreurs. Entreprises et collectivités publiques sont aujourd'hui en situation de faiblesse par rapport à la position dominante des agences. Ceci s'exprime à la fois dans la difficulté d'avoir un dialogue équilibré pour comprendre le processus de notation des agences et dans les tarifs pratiqués.

Les entreprises françaises dénoncent des distorsions de notation injustifiées par rapport à leurs concurrentes, notamment américaines, avec un biais favorable, en particulier, aux normes comptables US GAAP. Des distorsions de notation sont avérées. **EADS a ainsi dû faire appel à un conseil en notation pour rétablir sa note, injustement fixée à BBB+ alors que Boeing bénéficiait d'un A+.** La marge comptable présentée par Boeing était basée sur des comptes aux normes américaines (US GAAP) tandis que celle d'EADS l'était sur des comptes aux normes internationales (IFRS). Après retraitement, EADS a pu faire valoir que l'entreprise méritait un A, et non un BBB+.

Le 27 février 2012, douze des plus grandes entreprises allemandes ont adressé un courrier à Standard and Poor's dans lequel elles soulignent une augmentation « significative », de l'ordre du double par rapport aux années précédentes, de la tarification opérée par l'agence. La mission commune d'information souligne dans ce domaine la vertu de la transparence, pour rééquilibrer la relation entre émetteurs et agences et accessoirement détecter d'éventuels conflits d'intérêts :

**7. la publication dans les rapports annuels des entreprises de toutes les sommes versées aux agences de notation** (objectif : accroître la transparence sur le marché de la notation).

*Cette proposition s'adresse au Gouvernement français pour sa mise en œuvre dans le cadre législatif français.*

*Les conflits d'intérêts dans le domaine de la notation, liés au modèle émetteur-payeur, et à la collusion entre banques et agences en matière de produits structurés, ont enfin été pris en compte. Ils sont désormais mieux surveillés. Pour les produits structurés, c'est le modèle lui-même qu'il faut changer. La mission commune d'information fait ainsi la proposition suivante :*

**8. le changement pour un modèle investisseur-payeur, avec un passage obligatoire par une plate-forme centralisant l'ensemble des informations liées aux sous-jacents, pour ce qui concerne les produits structurés** (objectif : rompre avec les collusions d'intérêts dans le domaine de la titrisation).

*Cette proposition s'adresse au Gouvernement français pour qu'il la porte au niveau européen.*

*Certains conflits d'intérêts potentiels nouvellement mis en lumière sont encore mal encadrés. Les agences de notation fournissent ainsi des services auxiliaires, comme la « pré-notation » qui consiste à indiquer à une entreprise quel serait l'impact sur sa note d'une opération qu'elle souhaite mener (par exemple, une fusion-acquisition) ; la « pré-notation » s'apparente, bien que les agences s'en défendent, à une activité de conseil, qui leur est pourtant interdite. La mission commune d'information propose ainsi :*

**9. un meilleur contrôle par l'AEMF des « services auxiliaires »** (objectif : éviter la confusion entre service auxiliaire et conseil en notation).

*Cette proposition s'adresse à l'Autorité européenne des marchés financiers et au Parlement européen au titre de ses pouvoirs de contrôle de l'autorité.*

*Pour ce qui concerne la relation des agences avec leurs actionnaires, certains d'entre eux sont par ailleurs investisseurs dans d'autres entreprises, avec un risque d'interférence avec le processus de notation. La mission commune d'information propose :*

**10. l'interdiction qu'une agence note une entité dès lors qu'un actionnaire de l'agence – quel que soit son niveau de détention du capital ou des droits de vote – est également représenté au conseil d'administration ou au conseil de surveillance de l'entité notée** (objectif : éviter les conflits d'intérêts entre les agences de notation et leurs actionnaires).

*Cette proposition s'adresse au Gouvernement français pour qu'il la porte au niveau européen.*



Alors que les agences de notation portent une responsabilité dans le déclenchement des crises survenues depuis 2007, celle-ci peine à se traduire sur un terrain juridique. Les procès en responsabilité intentés aux agences de notation, certes de plus en plus nombreux, n'ont, au moins pour l'instant, pas abouti à des condamnations. Pendant ce temps, Moody's impose aux émetteurs français de recourir à des contrats de droit anglais dans une tentative de « **délocalisation par le droit** ».

La juridiction compétente doit être celle du pays dans lequel l'investisseur ayant subi le préjudice a sa résidence habituelle quand celui-ci est survenu.

De plus, dès lors qu'un investisseur présente des éléments laissant présumer qu'une agence a commis une faute, il doit revenir à l'agence d'apporter la preuve contraire.

Comme celui des clauses exonératoires, le principe des clauses limitant le montant des dommages et intérêts devrait être interdit.

Aussi la mission commune d'information propose-t-elle :

**11. un régime de responsabilité civile harmonisé sur le plan européen, avec inversion de la charge de la preuve, et une interdiction de principe des clauses exonératoires de responsabilité ou limitant le montant des dommages et intérêts** (objectif : permettre une mise en jeu effective de la responsabilité des agences).

Cette proposition s'adresse au Gouvernement français pour qu'il la porte au niveau européen.

Ceci suppose naturellement que les agences de notation puissent faire face à d'éventuels contentieux, ce dont on peut douter au vu du capital social de certaines agences en France (80 000 euros pour Fitch ; 150 000 euros pour Moody's) ne leur permet de faire face à aucun sinistre. D'où :

**12. l'exigence d'un capital minimal pour les agences par l'Autorité européenne des marchés financiers, au vu des données (chiffre d'affaires, nombre de notes émises, capital social agrégé au niveau européen, etc.) dont elle dispose ainsi que la souscription d'une assurance « responsabilité civile professionnelle » obligatoire** (objectif : permettre aux agences de faire face effectivement à leurs responsabilités).

La responsabilité civile n'exclut pas la responsabilité administrative, c'est-à-dire la procédure d'enregistrement et de contrôle sous la responsabilité de l'AEMF. Par rapport au **vide du contrôle constaté jusqu'en 2011**, la procédure d'enregistrement est un progrès. Le processus a été long et documenté (plus de 30 000 pages adressées par Standard and Poor's, Moody's et Fitch en 2010 et 2011) pour que les agences puissent obtenir leur enregistrement. Des progrès ont pu être demandés à ces agences.

*Cependant, le nombre d'agences enregistrées, censément pour ouvrir le marché à la concurrence (dix-sept agences, dont une agence bulgare dont on ne voit pas comment elle va mettre en cause la domination de Standard and Poor's et Moody's) **affecte en tant que tel la crédibilité du processus d'enregistrement** qui doit être un gage de qualité.*

*L'AEMF devra user assurément de ses pouvoirs de contrôle, comme elle a commencé à le faire en fin d'année 2011. Les procédures sont lentes et les sanctions faiblement dissuasives. Il apparaît donc opportun d'opérer :*

*13. le **relèvement du montant des sanctions administratives que peut prononcer l'AEMF** en supprimant le plafond en valeur absolue (objectif : augmenter les capacités dissuasives des sanctions de l'AEMF).*

*Cette proposition s'adresse au Gouvernement français pour qu'il la porte au niveau européen.*

### III. LA NÉCESSITÉ D'UN NOUVEL ACTEUR EUROPÉEN FIABLE, POUR UNE MEILLEURE INFORMATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le marché de la notation est à la source de rentes de situation. Une plus grande concurrence est souhaitée de manière quasi-unanime par les investisseurs et les émetteurs. Elle ne peut être suscitée par des mécanismes artificiels, mais par un soutien à de nouvelles initiatives de grande ampleur.

#### A. UN MARCHÉ OLIGOPOLISTIQUE DE LA NOTATION, SOURCE DE RENTES DE SITUATION

Le marché de la notation présente un caractère fortement oligopolistique, ce qui permet aux agences de pratiquer des tarifs élevés, qui sont à la charge des émetteurs. Il est cependant difficile de remettre en cause cet oligopole car les barrières à l'entrée sont élevées.

##### 1. Un marché mondial que se partagent trois agences

Standard and Poor's et Moody's sont, de loin, les acteurs dominants du secteur de la notation. Fitch a réussi à conquérir une part de marché significative sans parvenir toutefois à se hisser au même niveau que ses deux concurrentes.

###### a) Un duopole écrasant

(1) Une prééminence incontestée de Standard and Poor's et de Moody's

Standard and Poor's, Moody's et Fitch contrôlent à elles seules près de 95 % du marché mondial de la notation. Cette situation n'est pas nouvelle : pour l'économiste Norbert Gaillard, « *le marché de la notation est effectivement depuis l'origine un marché oligopolistique. Il existait quatre agences dans l'entre-deux-guerres ; aujourd'hui, il n'y en a plus que trois* »<sup>1</sup>.

**Standard and Poor's** se situe au premier rang mondial, avec près de 43 % de parts de marché. Fin 2010, près de 1,2 million de notes en vigueur dans le monde, sur un total de 2,8 millions, avaient été émises par cette agence<sup>2</sup>. Standard and Poor's est à l'origine de 45 % des notations concernant des émissions d'entreprises, de 40 % des notations relatives à des émissions de dette publique et de 40 % des notations pour les produits structurés. Sa prééminence n'est prise en défaut que sur le segment de la notation des titres émis par les institutions financières, où elle contrôle seulement 25 % du marché.

Standard and Poor's se situe également au premier rang mondial en ce qui concerne son chiffre d'affaires, qui a atteint 1,3 milliard de dollars au

---

<sup>1</sup> En 1941, les agences Standard Statistics Company et Poor's Publishing Company ont fusionné pour former Standard and Poor's.

<sup>2</sup> Source : rapport des services de la SEC, 30 septembre 2011.

cours des neuf premiers mois de 2011 (en hausse de 9 % par rapport à l'année précédente). L'agence génère un tiers du chiffre d'affaires du groupe Mc Graw Hill auquel elle appartient. Elle se classe également à la première place par le nombre de ses analystes, environ 1 400.

**Moody's** se situe en deuxième position, en contrôlant 35 % du marché mondial de la notation : fin 2010, un peu plus d'un million de notes émises par Moody's étaient en vigueur dans le monde. Moody's est à l'origine de 40 % des notes émises sur les titres de dette publique et d'un tiers des notes émises sur les produits structurés. Sa part de marché est de 30 % en ce qui concerne la dette émise par les entreprises. Moody's contrôle 30 % du marché de la notation des titres émis par les établissements financiers, ce qui place l'agence au premier rang mondial, devant Standard and Poor's, sur ce segment du marché de la notation.

Son chiffre d'affaires est légèrement inférieur à celui de Standard and Poor's : il a atteint 1,2 milliard de dollars au cours des neuf premiers mois de 2011, en hausse de 15 % par rapport à la même période de 2010. L'agence est à l'origine de 70 % du chiffre d'affaires de la holding Moody's Corporation dont elle dépend. L'agence emploie environ 1 300 analystes dans le monde.

(2) Aucun cas connu d'entente entre les deux acteurs de marché

La constitution de tels duopoles engendre parfois des soupçons d'entente et d'actions anti-concurrentielles visant à interdire l'accès au marché à de nouveaux entrants. Dans le cas de Moody's et de Standard and Poor's, le Sénat n'a eu connaissance d'aucun cas, aux États-Unis et en Europe, d'enquête lancée par les autorités compétentes en matière de concurrence.

Le constat de certaines similitudes dans l'actionnariat des deux agences pourrait être de nature à accroître les risques.

**Tableau n° 58 : les principaux actionnaires de Standard and Poor's et de Moody's**

	<b>Standard and Poor's (filiale à 100 % Mc Graw-Hill)</b>	<b>Moody's</b>
Northern Trust Corp.	1,75 %	1,32 %
Capital Group Companies	16,15 %	21,98 %
Vanguard Group Inc.	4,44 %	3,97 %
State street Corp.	4,41 %	3,91 %
T.Rowe Price Associates	3,90 %	3,98 %
Fidelity Investments	1,27 %	8,15 %
Black Rock Inc.	4,59 %	6,89 %
Bank of New York	1,23 %	2,25 %
Massachusetts Financial Services	0,21 %	0,62 %
	<b>38 %</b>	<b>53 %</b>

Source : cabinet Roland Berger cité par l'étude d'impact de la Commission européenne sur une modification du règlement communautaire relatif aux agences européennes.

Les neuf mêmes actionnaires détiennent 38 % du capital de Standard and Poor's et 53 % de celui de Moody's. En tant que tel, ces pourcentages n'ont pas de signification exagérée s'ils n'ont pas d'impact sur la composition des conseils d'administration, la nomination des dirigeants, les approches commerciales et la conduite des politiques de notation respectives. On observe parfois un certain mimétisme dans les comportements de Moody's et de Standard and Poor's, mais il tient sans doute plus à la proximité des méthodologies mises en œuvre.

*b) Un challenger*

Le troisième acteur majeur du marché de la notation est l'agence **Fitch**, que son propriétaire, le Français Marc Ladreit de Lacharrière, présente lui-même comme un « *challenger* ».

Fitch était à l'origine une petite agence, fondée en 1913, présente sur le marché américain. Elle a changé de dimension, sous l'impulsion de Marc Ladreit de Lacharrière, dans le courant des années 1990 : elle a fusionné en 1997 avec l'agence britannique IBCA, spécialisée dans la notation des assureurs, puis a fait l'acquisition de l'agence américaine Duff and Phelps et de l'agence canadienne Thomson Bankwatch en 2000.

Actuellement, environ 500 000 notes émises par Fitch sont en vigueur dans le monde, ce qui correspond à près de 18 % du marché. Fitch se classe au troisième rang mondial pour ce qui concerne la notation des titres de dette publique (17 % du marché) et des produits structurés (20 % du marché) et au deuxième rang pour la notation des titres de dette émis par les établissements financiers (30 % du marché).

Fitch, qui emploie 1 140 analystes, a réalisé un chiffre d'affaires de 732,7 millions de dollars au cours de l'exercice 2010-2011, en augmentation de 11,5 % par rapport à l'exercice précédent. En 2010, les activités de notation de Fitch ont représenté 80 % du chiffre d'affaires de la société holding Fimalac dont elle dépend.

*c) Hors d'Europe, des agences locales avec des parts de marché significatives*

On dénombre environ 130 agences de notation à travers le monde. Certaines d'entre elles survivent en se spécialisant sur des marchés de niche, par exemple les assurances ou les produits structurés. Hors d'Europe, on constate cependant que des agences locales parviennent à conserver des parts de marché significatives face aux trois agences dominantes.

(1) Aux États-Unis, des agences de niche

Aux **États-Unis**, qui représentent 55 % du marché mondial de la notation, en 2011, la SEC a reconnu dix « *Nationally Recognized Statistical Rating Organisations* », selon la terminologie officielle utilisée pour désigner les agences de notation. Outre les trois grandes agences, sont accréditées

l'agence canadienne Dominion Bond Rating Service (DBRS), les agences japonaises Japan Credit Rating (JCR) et Rating and Investment Information (R&I) et quatre petites agences américaines : AM Best, Egan Jones Ratings, Kroll Bond Ratings et Morningstar Ratings.

Les trois grandes agences dominant le marché, des acteurs de plus petite dimension ont été contraints de se spécialiser sur des marchés de niches : AM Best est ainsi spécialisée dans la notation des compagnies d'assurance ; Egan Jones Ratings, qui note seulement un millier d'entreprises, a développé un modèle économique original puisque l'agence est rémunérée par les investisseurs ; Kroll Bond Ratings, créée en 2010, et qui affiche l'ambition de rétablir la confiance dans les agences de notation, s'intéresse surtout aux produits structurés.

(2) Japon, Canada, Inde, Chine : des agences locales dominant parfois leur marché

Au **Canada**, l'agence DBRS, qui note plus de mille entreprises différentes, est leader sur le marché de la notation, devant les filiales de Standard and Poor's, Moody's et Fitch.

Dans les grands pays asiatiques, des agences locales sont actives et détiennent des parts de marché significatives, aux côtés des filiales de Standard and Poor's, Moody's et Fitch.

Au **Japon**, le nombre d'entités notées varie entre 700 et 1 000 depuis quelques années, avec une tendance à la baisse. Les deux agences japonaises, JCR et R&I, dominant le marché puisqu'elles notent respectivement 637 et 669 entités et couvrent plus de 80 % des émissions réalisées au Japon. Alors que leur activité est plutôt stable, celle des opérateurs étrangers tend à diminuer : les entreprises japonaises préfèrent en effet confier les notations d'émissions de titres émis sur le marché domestique aux agences japonaises. Si elles sont en position de force sur leur marché intérieur, les agences japonaises ont en revanche un très faible rayonnement international.

En **Chine**, sept agences sont présentes sur le marché : CCXI, qui est un joint-venture entre une entreprise chinoise et Moody's, et China Lianhe Credit Rating, joint-venture créé avec Fitch, détiennent chacune 35 % du marché ; le troisième acteur, Dagong, est une agence intégralement chinoise, créée en 1994, qui détient 25 % du marché. Les agences étrangères ne peuvent contrôler plus de 49 % de leurs filiales implantées en Chine lorsque ces filiales notent des émissions obligataires chinoises. Le marché obligataire chinois demeure de taille modeste, le financement de l'économie reposant pour l'essentiel sur le crédit bancaire.

En **Inde**, six agences sont enregistrées auprès de l'organisme de régulation national : Credit Rating Information Services of India (CRISIL), société contrôlée majoritairement par Standard and Poor's, contrôle 40 % du marché de la notation des titres de dette ; ICRA, contrôlée par des institutions financières indiennes mais dont Moody's possède 28 % du capital, se situe au

deuxième rang avec 25 % de parts de marché ; Credit Analysis and Research (CARE), créée en 1993 par trois banques publiques indiennes, détient 20 % du marché ; Fitch Ratings India, filiale détenue à 100 % par Fitch, détient 10 % du marché ; Brickworks Ratings India est une agence fondée en 2008 par un ancien cadre de CRISIL, qui contrôle 5 % du marché ; enfin, le dernier acteur significatif est SME Rating Agency of India, agence spécialisée dans la notation des très petites, petites et moyennes entreprises.

D'autres agences non enregistrées sont actives sur des marchés spécifiques : micro-finance pour l'agence MCRIL, très petites, petites et moyennes entreprises pour ONICRA.

(3) Union européenne, Amérique latine : la domination de trois acteurs

Dans l'**Union européenne**, qui représente de l'ordre de 30 % du marché mondial de la notation (15 % pour Londres et 14 % pour les pays de la zone euro), l'AEMF a enregistré ou certifié dix-sept agences (sans compter l'ensemble des filiales nationales de Standard and Poor's, Fitch et Moody's) : on retrouve DBRS, AM Best et l'agence japonaise JCR, qui côtoient des agences européennes, comme l'allemande Euler Hermes<sup>1</sup> Rating, la grecque ICAP Group ou la bulgare Bulgarian Credit Rating Agency. Près de 95 % des notes sont cependant émises par les trois grandes agences, ce qui laisse aux petites structures des parts de marché marginales.

En Amérique latine, c'est l'agence Fitch qui est leader sur le marché de la notation. Marc Ladreit de Lacharrière indique que Fitch s'y est implanté plus tôt que ses concurrents, ce qui explique sa position actuelle<sup>2</sup>.

Au **Brésil**, Fitch, Standard and Poor's et Moody's sont concurrencées par trois agences locales, Austin Rating, SR Rating et LF Rating. Un septième acteur, Liberum Rating, fondé par d'anciens cadres d'Austin Rating, arrive aujourd'hui sur le marché de la notation.

Au **Mexique**, les trois grandes agences de notation sont présentes, ainsi qu'un acteur local, HR Ratings, qui n'emploie cependant que neuf salariés. Une cinquième agence a demandé à être accréditée par l'autorité de régulation et devrait pouvoir opérer en cours d'année.

## 2. Une rente de situation lucrative

Obtenir une note de Standard and Poor's ou de Moody's, voire des deux agences, dans la mesure où beaucoup d'investisseurs exigent une double notation, constitue le « sésame » indispensable pour avoir accès aux marchés financiers internationaux (une note émise par Fitch ne paraissant pas bénéficier encore de la même reconnaissance de la part de tous les investisseurs).

---

<sup>1</sup> Euler Hermes, entreprise allemande, est le leader mondial de l'assurance crédit. Elle développe désormais son activité de notation.

<sup>2</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 9 mai 2012.

Dans ces conditions, ces deux grandes agences jouissent d'un marché quasiment captif, ce qui leur permet, dans une large mesure, d'imposer leurs tarifs aux émetteurs. Ceci explique que leur activité soit particulièrement rentable.

*a) Des tarifs élevés au regard des coûts de production*

De manière publique, comme l'ont fait récemment douze des plus grandes entreprises allemandes (avril 2012)<sup>1</sup> auprès de Standard and Poor's, ou non, les émetteurs reprochent aux agences, et en particulier au leader du marché, d'abuser de leur position dominante.

Les tarifs pratiqués par les agences de notation sont extrêmement élevés si on les rapporte au nombre d'heures de travail accomplies par les analystes. Certes, le coût de la notation ne représente qu'une part assez faible de l'ensemble des frais qui doivent être engagés pour réaliser une émission obligataire. Si l'on considère la partie forfaitaire des frais qui doivent être engagés, le coût de la notation ne représente que 15 % du total. Sur la partie des frais liée aux émissions, le coût de la notation correspond à environ 10 % du total.

S'il n'est pas répréhensible d'occuper une position dominante sur un marché, l'abus de cette position est en revanche condamnable. Or, l'imposition de prix inéquitables aux clients constitue clairement un abus au regard du droit européen<sup>2</sup>. Il pourrait être opportun pour les autorités nationales et européennes de la concurrence de vérifier que les trois grandes agences n'abusent pas de leur position dominante.

*b) Des marges très élevées*

Les trois grandes agences de notation sont des entreprises exceptionnellement rentables.

Comme l'indique le tableau suivant, leur marge opérationnelle est comprise entre 39,5 % et 45 %, si l'on prend en compte l'ensemble de leurs activités<sup>3</sup>. Selon la Commission européenne, la marge opérationnelle sur la seule notation serait encore supérieure et pourrait atteindre 50 % pour Standard and Poor's.

---

<sup>1</sup> Volkswagen, Daimler, Siemens, Bayer, Eon, RWE, Continental, Lufthansa, Deutsche Post, Henkel, Linde et Bertelsmann.

<sup>2</sup> L'article 102 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne indique que constitue une pratique abusive le fait d'« imposer de façon directe ou indirecte des prix d'achat ou de vente ou d'autres conditions de transaction non équitables ».

<sup>3</sup> Ce niveau de marge reste exceptionnel même si on le compare à celui d'autres entreprises présentes sur des secteurs à forte rentabilité. A titre d'illustration, les groupes de luxe LVMH et Hermès ont enregistré, respectivement, une marge opérationnelle de 22 % et de 31 % en 2011 ; l'entreprise d'informatique Apple a dégagé une marge opérationnelle de 39 % au premier trimestre de 2012 et l'éditeur de logiciel Microsoft une marge de 37 % sur la même période.



**Tableau n° 59 : chiffre d'affaires et rentabilité des trois grandes agences de notation (2011)**

	<b>Standard and Poor's</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>
Chiffre d'affaires (en millions de dollars)	1 767	2 280,7	732,7
Résultat opérationnel (en millions de dollars)	719	888,4	227
<b>Marge opérationnelle</b>	<b>40,7 %</b>	<b>39 %</b>	<b>31 %</b>

Source : *Rapports annuels de McGraw Hill, Moody's et FIMALAC*

La marge dégagée par Fitch apparaît plus faible que celle de ses deux concurrentes. Pour gagner des parts de marché, Fitch pratique en effet des tarifs inférieurs à ceux de Standard and Poor's et Moody's. L'écart peut être parfois important : le cabinet Finance active indique que là où Standard and Poor's demandera 30 000 à 40 000 euros pour noter une collectivité territoriale, Fitch facturera seulement 18 000 euros.

En réalité, Marc Ladreit de Lacharrière, président et premier actionnaire de Fitch<sup>1</sup>, fait valoir que : « *la marge de nos deux concurrents directs n'est pas tellement plus importante que la nôtre. En 2011, nous étions autour de 30 % par rapport au chiffre d'affaires. Moody's était autour de 39 % et Standard and Poor's à 40 %. Il faudrait corriger ces chiffres car nous payons l'intéressement avant, alors qu'eux s'en acquittent après. Leur marge est donc un peu plus faible que ce qui est annoncé* ».

*c) Un relèvement possible de la taxe sur les agences*

En économie de marché, la taxation de la rente née d'un oligopole fait l'objet de nombreuses justifications théoriques lorsque l'importance des barrières à l'entrée empêche l'arrivée de nouveaux acteurs. Dans le cas des agences de notation, ces barrières à l'entrée ont été constituées avec le soutien actif des autorités publiques, d'une part, parce que seules certaines agences sont reconnues dans le cadre des régulations financières, et, d'autre part, parce que les exigences auxquelles doivent se plier les agences dans le cadre de leur propre réglementation vont croissantes.

Actuellement, la seule contribution exceptionnelle imposée aux agences de notation en Europe est celle qui vise à financer l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Un règlement européen en date du 7 février 2012 précise les modalités de calcul de cette contribution, qui vise à couvrir tous les frais de surveillance des agences de notation par l'AEMF.

Au moment de leur enregistrement, les agences doivent d'abord s'acquitter d'une redevance, dont le montant varie entre 2 000 euros et 125 000 euros, en fonction du nombre de salariés de l'agence et des

<sup>1</sup> *Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 9 mai 2012.*

caractéristiques de son activité. Une agence qui prévoit de noter des produits structurés doit par exemple s'acquitter d'une redevance plus élevée qu'une autre qui n'envisage pas de s'engager dans cette activité. De cette façon, le montant de la redevance est proportionné à la complexité de la tâche qui incombe à l'AEMF au moment de l'enregistrement.

Une fois l'enregistrement effectué, l'AEMF assume une mission de surveillance des agences, qui est également financée par les agences elles-mêmes. Le calcul des frais de surveillance à la charge des agences repose sur le montant des dépenses de surveillance inscrites au budget de l'AEMF. Les frais sont ensuite répartis entre les agences au prorata de leurs chiffres d'affaires.

Le montant est de seulement trois millions d'euros, les trois grandes agences assumant 90 % du total. Cette contribution est d'une importance négligeable au vu des profits réalisés par les agences. La montée en puissance de la supervision de l'AEMF pourrait occasionner une augmentation des frais, mais dans des proportions limitées.

Il est donc possible **d'augmenter significativement les frais de supervision des agences de notation**, si l'on veut, par exemple, que l'AEMF soit chargée d'animer un **Forum, à vocation européenne, voire internationale, permettant à toutes les parties concernées d'échanger sur les critères et la méthodologie de la notation afin d'en améliorer encore la qualité**. Un triplement des frais apparaît comme une hypothèse raisonnable.

### 3. Un oligopole difficile à remettre en cause

Il peut paraître surprenant, à première vue, que les trois grandes agences parviennent à maintenir un tel niveau de rentabilité. Pourquoi les petites agences, qui sont nombreuses comme on l'a vu, ne proposent-elles pas des prix plus attractifs afin d'accroître leurs parts de marché ?

En réalité, le marché de la notation présente toutes les caractéristiques d'un oligopole naturel<sup>1</sup>, ce qui explique que l'on n'assiste pas à une baisse des prix par le jeu normal de la concurrence.

#### *a) Des barrières à l'entrée élevées*

Plusieurs facteurs rendent difficiles l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché de la notation.

En premier lieu, le succès des trois grandes agences repose en grande partie sur leur **réputation** : les investisseurs leur font confiance parce qu'il s'agit d'institutions anciennes, qui ont acquis leur crédibilité au fil du temps. Une agence de notation doit présenter des garanties de compétence en matière

---

<sup>1</sup> *Un oligopole est dit « naturel » lorsqu'il se forme sous l'effet du fonctionnement libre du marché. Il peut se constituer lorsque les économies d'échelle sont importantes, ce qui donne un avantage aux gros producteurs, et que le coût d'accès au marché est élevé.*

d'analyse financière, mais aussi démontrer sa capacité à gérer ses conflits d'intérêts et à préserver son indépendance vis-à-vis des émetteurs.

Il est intéressant de noter que Standard and Poor's France reverse plus de 20 % de son chiffre d'affaires à sa maison mère, sous forme de « *license fees* » pour avoir le droit d'utiliser sa marque.

Un nouvel entrant qui ne disposerait pas de ce capital de réputation se heurterait donc à un réel obstacle. L'économiste Norbert Gaillard reconnaît : « *de nombreux investisseurs, aujourd'hui, ne feraient pas confiance à une nouvelle agence et le disent clairement, tout nouvel acteur étant considéré comme peu crédible et son expérience largement insuffisante. Je rappelle que Fitch, Moody's et Standard and Poor's existent depuis quasiment un siècle* ». Un nouvel acteur devra apporter la preuve de sa crédibilité, dans la durée, avant d'espérer obtenir une modification de ces règles.

La deuxième barrière à l'entrée réside dans la nécessité pour les agences d'atteindre une **taille critique**. Adrian Blundell-Wignall, directeur-adjoint de la direction des affaires financières et des entreprises, conseiller spécial en charge des marchés financiers au cabinet du secrétaire général de l'OCDE, souligne « *la nécessité pour chaque agence de disposer d'une taille lui permettant d'évaluer plusieurs centaines de milliers d'émissions* ». Le succès de Standard and Poor's, Moody's et Fitch tient en grande partie à leur capacité à noter des titres de dette extrêmement variés, sur l'ensemble de la planète, en utilisant une même échelle de notation pour tous ces titres, ce qui permet aux investisseurs de comparer facilement une obligation d'État, un titre d'entreprise ou un produit structuré. Une petite agence qui se contente de noter quelques milliers d'émetteurs sur son marché national n'offre pas, à l'évidence, le même niveau de service aux investisseurs que les trois grandes agences internationales.

S'appuyant sur leur réputation à l'échelle internationale et sur leur capacité à noter des dizaines de milliers de titres à travers le monde, les grandes agences ont produit de véritables « **standards** » universellement reconnus. Or, comme l'écrit Pierre Cailleteau<sup>1</sup>, ancien responsable de la notation des États chez Moody's, « *chacun sait que lorsqu'un standard est "accepté", il est difficile à déloger. La production d'un standard accepté par le marché passe par la reconnaissance d'une performance régulière dans sa qualité, assez longue pour être pertinente – et ne pas trop devoir à la "chance" ou à une configuration cyclique propice* ».

Une troisième barrière à l'entrée résulte des **obligations réglementaires** renforcées imposées aux agences : obligation d'enregistrement auprès de l'AEMF et de la SEC, obligations de transparence sur la méthodologie, obligation de rotation des analystes... Ces contraintes réglementaires, justifiées naturellement au regard de l'objectif de qualité de la

---

<sup>1</sup> Cf. *Les Cahiers de l'évaluation*, n° 5, février 2011, p. 56.

notation, sont plus faciles à respecter par les grandes entreprises installées sur le marché que par de nouveaux entrants disposant de moins de moyens.

**Obtenir une accréditation par la SEC n'est pas une simple formalité, comme l'agence chinoise Dagong en a fait l'expérience :** en septembre 2010, la SEC a refusé de lui accorder le statut de *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO), au motif qu'« *il ne semble pas possible à ce stade pour Dagong de se conformer aux exigences des lois fédérales en terme de tenue des dossiers, de production et de contrôle* ». Dagong a protesté contre cette décision, estimant qu'elle était discriminatoire. Il n'en reste pas moins que ce refus entrave considérablement son développement à l'international : une agence qui n'a pas le statut de « NRSRO » n'est pas prise au sérieux par les investisseurs internationaux. Même sur le marché chinois, les investisseurs attachent d'ailleurs plus d'importance aux notes émises par CCXI ou China Lianhe Credit Rating, les deux agences liées à Moody's et à Standard and Poor's, qu'à celles émises par Dagong.

Le respect de certaines obligations réglementaires peut parfois poser des difficultés aux acteurs plus petits que Standard and Poor's et Moody's déjà installés sur le marché. Le Sénat a rencontré aux États-Unis des responsables de Fitch. Ils ont souligné le problème que leur pose l'obligation de rotation des analystes : si une équipe compte par exemple un seul analyste spécialiste de la notation des établissements financiers, et que cet analyste souhaite conserver cette spécialité, la rotation obligatoire peut l'inciter à rejoindre une équipe plus étoffée, chez Standard and Poor's ou Moody's, plutôt que de passer à la notation de nouveaux émetteurs.

Du fait de la nécessité d'atteindre une taille critique et de disposer de temps pour construire sa réputation, un nouvel acteur devrait réunir, d'emblée, des **capitaux importants**.

Le cabinet de consultants Roland Berger, qui porte un projet de création d'une nouvelle agence de notation européenne, en apporte une illustration. L'ancien ambassadeur Bernard de Montferand, qui représente Roland Berger en France, relève qu'un « *nouvel entrant dans un paysage établi doit acquérir une masse critique, évaluée à 300 millions d'euros, et créer de la confiance et de la crédibilité. Il faudra un à deux ans avant d'être opérationnel ; pendant ce temps, les institutions financières continueront d'être notées par les agences existantes. C'est une fenêtre de vulnérabilité, mais il est possible de durer et de s'affirmer à condition de partir avec une base suffisamment large* »<sup>1</sup>.

Un autre projet, porté par la fondation Bertelsmann, entend se limiter à la notation des États, considéré comme un type particulier de bien public. Sa mise en œuvre supposerait de réunir 400 millions de dollars, qui, une fois placés, rapporteraient une vingtaine de millions de dollars chaque année. Ces

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 2 mai 2012.

revenus permettraient de couvrir les coûts de fonctionnement de la nouvelle agence, qui aurait le statut d'organisation à but non lucratif. Elle ne pourrait cependant prétendre concurrencer les trois grandes agences internationales, puisqu'elle ne noterait ni les entreprises, ni les collectivités locales, ni les produits structurés.

*b) Des interrogations sur l'impact de la concurrence sur la qualité de la notation*

La réussite commerciale des agences de notation dépend de leur capacité à préserver leur réputation : si leurs notes n'étaient plus jugées crédibles, les investisseurs ne les utiliseraient plus et les émetteurs n'auraient dès lors plus intérêt à faire appel à leurs services.

Or, dans une étude publiée en 2011<sup>1</sup>, les économistes Bo Becker et Todd Milbourn vont jusqu'à suggérer qu'un surcroît de concurrence pourrait conduire les agences à moins se préoccuper de leur réputation, et donc à être à moins exigeantes sur la qualité de leurs notations : en effet, si leur part de marché est plus faible, elles ont moins à perdre si leur réputation se dégrade aux yeux des investisseurs.

Leurs travaux semblent indiquer que l'arrivée de Fitch sur le marché de la notation se serait accompagnée d'une dégradation de la qualité de la notation : ils observent que le niveau des notes attribuées par Standard and Poor's et Moody's s'est élevé, que la capacité de la notation à prédire le risque de défaut s'est détériorée, de même que la corrélation entre les notes et le rendement des obligations.

Pour mettre en évidence l'impact de la concurrence exercée par Fitch, ils comparent l'évolution de la notation dans les secteurs dans lesquels Fitch a gagné des parts de marché importantes (finance, commerce de détail, immobilier...) et dans ceux où son influence est restée plus marginale (loisirs, transports...). Ils montrent qu'il existe une corrélation positive entre la part de marché de Fitch et le niveau des notes émises par Standard and Poor's et Moody's. En d'autres termes, plus de concurrence conduit à des notes plus élevées. De plus, dans les secteurs où Fitch n'a qu'une faible part de marché, les entreprises notées dans la catégorie spéculative ont 7,7 fois plus de risque de faire défaut que les entreprises notées dans la catégorie « investissement » ; en revanche, dans les secteurs où Fitch détient une part de marché importante, le ratio n'est plus que de 2,2 ! L'information délivrée par la notation est donc moins précise et discriminante quand la concurrence exercée par Fitch est intense.

Après avoir testé différentes hypothèses, les auteurs concluent qu'il y a bien un lien de causalité, et non une simple corrélation, entre l'arrivée de Fitch et la dégradation de la qualité de la notation.

---

<sup>1</sup> Cf. « *How did increased competition affect credit ratings ?* » par Bo Becker et Todd Milbourn. *Journal of financial economics*, 101, no. 3 septembre 2011.

Pour l'expliquer, ils envisagent d'abord l'hypothèse du « *ratings shopping* » : les émetteurs choisiraient, parmi les notes qui leur sont proposées par les agences, celle qui est la plus élevée, afin de profiter de meilleures conditions de financement. Ils l'écartent, cependant, faisant valoir que Standard and Poor's et Moody's notent toutes les obligations négociées sur les marchés aux États-Unis, si nécessaire sous la forme d'une notation « non sollicitée ». L'émetteur n'a donc pas la possibilité de choisir la note qui lui est la plus favorable<sup>1</sup>.

La dégradation de la qualité de la notation s'expliquerait plutôt par le fait que les agences seraient moins soucieuses de préserver leur réputation lorsque leur part de marché est plus faible. Standard and Poor's et Moody's ont beaucoup à perdre de toute atteinte à leur réputation lorsqu'ils se partagent l'essentiel du marché. Lorsque leur part de marché est plus faible, l'incitation à produire une notation de qualité diminue.

Cette étude doit être interprétée avec précaution : la montée en puissance de Fitch coïncide avec la libéralisation des marchés financiers, c'est-à-dire avec une période de bouleversements qui a pu altérer provisoirement la qualité de la notation. Par ailleurs, cette étude ne plaide pas nécessairement contre plus de concurrence : ses auteurs admettent eux-mêmes que la concurrence peut apporter d'autres avantages, notamment une diminution de la rente prélevée par les agences et un enrichissement de l'information disponible sur les marchés du fait de la publication d'un plus grand nombre de notes.

## ***B. UNE PLUS GRANDE CONCURRENCE SOUHAITÉE PAR LES ACTEURS DE MARCHÉ***

Il n'est pas d'émetteur ou d'investisseur qui ne se prononce en faveur d'un renforcement de la concurrence sur le marché de la notation. Un surcroît de concurrence n'irait cependant pas sans risque, comme le suggère l'analyse des conséquences de la montée en puissance de Fitch. Par ailleurs, si l'on admet que le marché de la notation constitue un oligopole naturel, il est peut-être envisageable de voir arriver sur le marché un ou deux nouveaux acteurs de taille mondiale, mais sans doute guère davantage.

### **1. Les avantages attendus d'un surcroît de concurrence**

Selon l'enquête<sup>2</sup> réalisée par l'IFOP pour le Sénat sur la confiance portée aux agences de notation, les investisseurs souhaitent à une écrasante

---

<sup>1</sup> La situation est différente pour les produits structurés, qui ne sont pas pris en compte dans cette étude, dans la mesure où ils ne peuvent faire l'objet d'une notation « non sollicitée » du fait de leur complexité et de l'insuffisance des informations publiques disponibles.

<sup>2</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

majorité plus de concurrence dans le secteur de la notation : 64 % d'entre eux demandent plus de concurrence, 25 % déclarent même en souhaiter « *beaucoup plus* ».

*a) Une liberté de choix accrue*

Le premier avantage de l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché de la notation serait de donner plus de liberté de choix aux émetteurs comme aux investisseurs.

Une plus grande liberté de choix favoriserait la baisse des prix. Aujourd'hui, les grandes agences de notation envoient leurs tarifs aux émetteurs qui n'ont que fort peu de marge de négociation. Un émetteur qui sait que les investisseurs attendent une double notation par Moody's et Standard and Poor's n'a d'autre choix que d'accepter les conditions proposées. Une concurrence entre un plus grand nombre d'acteurs, tous également crédibles et reconnus, réduirait donc le coût de la notation.

Elle devrait également améliorer la qualité de la notation. Jouissant d'un marché captif, les trois grandes agences ne sont guère incitées à consacrer plus de moyens à la notation de leurs émetteurs. Elles peuvent être tentées de privilégier plutôt leurs marges. Elles ne subissent en outre aucune sanction du marché même lorsqu'elles commettent des erreurs graves. La présence de nouveaux acteurs permettrait aux émetteurs et aux investisseurs de se détourner des agences qui ont perdu en crédibilité et serait donc un facteur de discipline pour la profession.

*b) Un plus grand pluralisme des analyses*

Comme l'explique la Commission européenne dans son projet de règlement en discussion au premier semestre 2012, « *la pluralité et la diversité des avis exprimés, des perspectives retenues et des méthodes appliquées par les agences de notation devraient déboucher sur l'élaboration de notations de crédit moins semblables et, à terme, améliorer l'évaluation de la qualité de crédit des émetteurs* »<sup>1</sup>. De nouveaux entrants sur le marché de la notation pourraient apporter des innovations sur le plan méthodologique, ou en matière de modélisation des risques financiers, et se distinguer ainsi par la précision de leurs notations. Des progrès dans la qualité de la notation pourraient être un levier permettant à de nouveaux acteurs de prendre pied sur le marché.

---

<sup>1</sup> Cf. le considérant 8 de la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement CE n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

Plusieurs interlocuteurs du Sénat ont exprimé le souhait de disposer d'une agence européenne, qui porterait sans doute sur les entités européennes un regard différent de celui des trois grandes agences qui sont issues d'une culture anglo-saxonne<sup>1</sup>.

Peter Etzenbach, responsable des investissements chez Allianz France, indique que ses équipes préféreraient « avoir le choix entre un plus grand nombre d'agences, dont une européenne »<sup>2</sup>. Bertrand Badré, directeur financier du groupe Société générale, estime pour sa part que les grandes agences font preuve d'un « biais anglo-saxon très clair » car « leur approche est fondée sur les normes de la comptabilité d'outre-Atlantique »<sup>3</sup>. Pierre de Lauzun, directeur général délégué de la Fédération bancaire française, critique également le biais favorable aux normes comptables américaines dont font preuve les agences de notation<sup>4</sup>.

Actuellement, l'agence Dagong tente de se démarquer des trois grandes agences, lesquelles attribuent généralement des notes très voisines.

Concernant la dette souveraine, on observe ainsi que Dagong note plus sévèrement les grands pays développés (jusqu'à quatre crans d'écart) et note en revanche plus généreusement les pays émergents (Brésil, Chine, Inde, Russie, Afrique du Sud...). Dagong n'a pas la même crédibilité internationale que les trois grandes agences ; ses notes ne sont pas utilisées par les investisseurs internationaux, mais ces écarts contribuent néanmoins à nourrir le débat et à alimenter la réflexion sur le risque souverain. En 2011, l'économiste Patrick Artus a ainsi estimé que les notes émises par Dagong pour la dette des États-Unis, du Royaume-Uni, de la France, de l'Espagne, de l'Italie et de la Belgique étaient plus justes que celles émises par les trois grandes agences internationales<sup>5</sup>.

### *c) Les limites de la concurrence*

Si chacun est favorable à plus de concurrence, il est difficile de faire entrer sur le marché de la notation un grand nombre de nouveaux acteurs fiables et de grande taille.

---

<sup>1</sup> Marc Ladreit de Lacharrière conteste vigoureusement l'idée qu'il n'existe pas déjà aujourd'hui d'agence européenne de notation : « je suis le Président de FitchGroup ainsi que le Président du Comité Stratégique. Je suis résident à Paris. Le "Chief Financial Officier" est français, lui aussi est basé à Paris. Le "Chief Executive Officier" (CEO), est anglais, il est basé à Londres ainsi que la division "sovereign" et son directeur. Les normes d'appréciation des États se font à partir de Londres. Quand les États de la zone euros sont notés, ce n'est pas par des américains. Est-il normal que José Manuel Barroso, Président de la Commission Européenne ose dire que "les agences de notation sont américaines" ? "Il me semble étrange que qu'il n'y ait pas une seule agence venant d'Europe" déclare-t-il avant d'accuser celles qui ont pignon sur rue d'avoir "un parti pris contre l'Europe" ! Quel est le but d'une telle désinformation ? ».

<sup>2</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 11 avril 2012.

<sup>3</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 28 mars 2012.

<sup>4</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 30 mai 2012.

<sup>5</sup> Cf. « L'agence de rating chinoise (Dagong) a-t-elle raison ? », par Patrick Artus, *Flash Marché*, n° 430, 9 juin 2011.



La notation représente en effet un coût pour les émetteurs : coût direct *via* le paiement des services facturés par l'agence et coût indirect *via* le temps passé par les directions financières à dialoguer avec les agences. **Le temps que les cadres dirigeants consacrent à la notation est précieux et il n'est pas réaliste d'envisager qu'ils veuillent répéter cet exercice avec de nombreux interlocuteurs.**

Catherine Gerst, ancienne directrice générale de Moody's France, fait état des réticences des émetteurs face à une nouvelle offre de notation : « *Entre 2006 et 2008, j'ai travaillé pour l'agence canadienne DBRS, qui n'est restée en Europe que deux ans : alors qu'ils déploraient depuis longtemps l'oligopole des trois grandes agences, les émetteurs prétendaient avoir déjà assez à faire avec celles-là, et s'ils acceptaient d'être évalués gratuitement, ils refusaient de changer de prestataire...* »<sup>1</sup>.

De leur côté, si les investisseurs apprécient d'avoir plusieurs points de vue, il n'est pas certain qu'ils souhaitent étudier les analyses d'une pléthore d'agences pour un même produit.

De ce fait, si l'arrivée de quelques grandes agences sur le marché est certainement possible, il est, en revanche, peu probable que le marché de notation puisse fonctionner avec une myriade d'acteurs.

## **2. Le mythe d'un renforcement mécanique de la concurrence**

La stratégie retenue dans le cadre de la discussion sur la modification du règlement européen sur les agences de notation est peu convaincante. Cette stratégie repose sur deux axes principaux.

D'abord, comme on l'a vu, l'AEMF s'est montrée peu exigeante dans sa politique d'accréditation puisqu'elle a enregistré ou certifié pas moins de dix-sept agences, dont une agence bulgare qui fait peu d'ombre à Standard and Poor's ou à Moody's. De petites structures, dont la crédibilité et la notoriété sont faibles voire inexistantes, ont été autorisées à proposer leurs services sur le marché européen.

Comme il y a peu de chances que les émetteurs fassent spontanément appel à ces petites agences, la Commission européenne a proposé, dans le cadre du projet de règlement en cours de discussion à Bruxelles au premier semestre 2012, une mesure complémentaire qui serait de nature à leur faciliter l'accès au marché.

### *a) La rotation obligatoire, une idée peu convaincante*

Cette mesure consisterait à rendre obligatoire une rotation des agences : les émetteurs ne pourraient travailler avec une agence de notation que pendant une certaine durée, ce qui les obligerait à choisir un nouveau prestataire à l'issue de ce délai.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 14 mars 2012.

Dans son projet initial, la Commission européenne envisageait de limiter à trois ans la durée de la relation contractuelle entre une agence et un émetteur, une période de quatre ans devant ensuite s'écouler avant que l'agence puisse à nouveau noter cet émetteur<sup>1</sup>. Dans le cas où l'émetteur fait l'objet de plusieurs notations, cette limitation à trois ans se serait appliquée à une seule agence, aucune d'entre elles ne pouvant toutefois entretenir de relation contractuelle avec l'émetteur pendant plus de six ans. Dans l'hypothèse où l'agence note plusieurs instruments de créance émis par un même émetteur, la règle serait plus stricte : la relation contractuelle cesserait après que l'agence a noté dix instruments, sans attendre nécessairement la fin de la période de trois ans.

Pour la Commission européenne, la rotation présenterait un double avantage : elle mettrait fin à la complaisance qui peut s'instaurer entre un émetteur et une agence lorsqu'ils entretiennent une relation d'affaires sur une longue durée ; surtout, elle favoriserait l'arrivée de nouveaux acteurs sur le marché de la notation.

Aujourd'hui, beaucoup d'émetteurs sont réticents à changer d'agence de notation parce qu'ils craignent de faire naître des doutes chez les investisseurs sur leur qualité de crédit. La rotation obligatoire permettrait, selon la Commission européenne, de rendre le marché plus fluide et obligerait les émetteurs à se tourner vers de petites agences.

En dépit de ses avantages supposés, la proposition de rotation obligatoire des agences suscite de vives oppositions.

Des craintes s'expriment tout d'abord concernant les conséquences négatives qu'elle pourrait entraîner sur la qualité de la notation. Tous les trois ans, une nouvelle agence serait chargée de procéder à la notation. Or, il faut du temps pour acquérir une réelle connaissance d'un émetteur et de son secteur d'activité. La rotation pourrait donc nuire à la capacité d'expertise des agences et occasionner tous les trois ans une perte de savoir-faire et de compétences. De plus, le contrôle de la qualité du travail des agences s'effectue en comparant, sur longue période, leurs notes avec les taux de défaut constatés. Cet exercice de comparaison *a posteriori* deviendrait impossible si une agence ne pouvait noter un émetteur plus de trois années d'affilée. Enfin, les agences ne seraient guère incitées à investir dans la qualité de la notation puisqu'il leur suffirait d'attendre pour récupérer des clients...

Les investisseurs redoutent, pour leur part, que la discontinuité dans le processus de notation induite par la rotation conduise à des notes plus instables, ce qui les gênerait dans leurs stratégies d'investissement et accroîtrait la volatilité du marché. Par ailleurs, si un émetteur est noté par une agence ne bénéficiant pas d'une véritable reconnaissance internationale, son accès aux marchés pourrait s'en trouver compromis.

---

<sup>1</sup> L'agence aurait cependant toujours la possibilité d'émettre une note non sollicitée.

Il existe, de surcroît, un risque que la rotation obligatoire aboutisse *in fine* à ce qu'il y ait moins de notes émises pour chaque émetteur. Il est vraisemblable, en effet, que chaque émetteur souhaitera être noté en permanence par l'une des trois grandes agences internationales. Un émetteur qui est actuellement noté par Standard and Poor's, Moody's et Fitch pourrait donc décider de ne plus être noté que par l'une de ces trois agences, afin de garder la possibilité de se tourner vers l'une des deux autres au terme de la période de trois ans.

Ces critiques semblent avoir été entendues par les gouvernements européens puisque l'accord qui a été trouvé le 21 mai 2012, au niveau des ambassadeurs des États membres de l'Union européenne, **vide largement de sa substance le projet de la Commission européenne.**

L'accord qui a été trouvé prévoit en effet que la règle de rotation s'appliquerait seulement aux produits titrisés. La notation de la grande majorité des instruments de créance ne serait donc plus concernée par la rotation obligatoire.

*b) Les faiblesses d'une concurrence artificielle*

La proposition tendant à une rotation obligatoire des agences de notation n'est pas convaincante car elle risque d'aboutir à une concurrence artificielle.

La rotation faciliterait sans doute l'accès au marché de la notation à de petites agences européennes, mais ne garantirait absolument pas que ces agences atteignent la taille critique et la reconnaissance internationale nécessaires pour concurrencer véritablement Standard and Poor's, Moody's et Fitch.

Le succès d'une agence de notation dépend avant tout de sa réputation aux yeux des investisseurs. Or ceux-ci n'auraient aucune garantie sur les compétences des nouveaux entrants sur le marché. Au contraire, ces nouveaux entrants risqueraient d'apparaître « suspects » puisque leur arrivée sur le marché aurait été imposée par un changement de la réglementation. Il est à craindre que les investisseurs internationaux continuent donc à s'intéresser exclusivement aux notes émises par les trois grandes agences, quand bien même elles seraient non sollicitées, et ignorent celles émises par les plus petites structures.

La crédibilité internationale de tout nouvel entrant dépend aussi de sa capacité à obtenir un enregistrement auprès la SEC. Aucune des petites agences européennes n'est aujourd'hui enregistrée outre-Atlantique, ce qui obère leurs perspectives de développement international.

Peut-être l'une de ces agences parviendrait-elle à gagner en crédibilité, mais l'exemple de Fitch montre qu'il faudrait sans doute plusieurs décennies pour qu'une petite agence parvienne à s'imposer sur le marché.

La proposition de la Commission européenne ne permet donc pas d'envisager, à court terme, une évolution du marché.

### **Les limites de la transposition des règles du commissariat aux comptes aux agences de notation**

Le commissariat aux comptes et la notation sont des activités d'une nature totalement différente : la vérification de la sincérité d'un état, les comptes, d'un côté, un exercice de prévision et d'établissement d'une probabilité de défaut, de l'autre.

Cependant, ces deux fonctions sont aujourd'hui vitales pour les entreprises, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers. Lors de certains scandales (Enron, Parmalat etc.), elles ont pu être associées au même reproche de diagnostic erroné. Elles peuvent toutes deux être confrontées aux conflits d'intérêts.

Voilà pourquoi les exigences de qualité, la transparence des rémunérations peuvent être empruntées par la régulation des agences de notation à celle des commissariats aux comptes. La notation tend à devenir une profession réglementée.

En revanche, les conditions de marché ne sont pas comparables. Certes, comme celui de la notation, le marché de l'audit présente, au niveau international, un degré de concentration élevé : les quatre principaux acteurs, les « *Big Four* » (Deloitte, Ernst and Young, KPMG et PriceWaterhouseCoopers) se partagent plus de 70 % du marché mondial. Dans la plupart des États européens, ils contrôlent 90 % du marché, sauf en France où leur part de marché est inférieure à 50 %.

Cette situation propre à la France est souvent expliquée par l'application de la règle du co-commissariat aux comptes : les entités tenues de présenter des comptes consolidés ont l'obligation de nommer deux commissaires aux comptes, issus de cabinets d'audit différents ; les deux commissaires aux comptes exercent leur mission légale de façon concertée, en vue de l'examen contradictoire des comptes. Cette disposition vise notamment à renforcer l'indépendance de l'auditeur face aux entités contrôlées les plus importantes.

Inspirée par le commissariat aux comptes, la modification du règlement européen propose donc la rotation et la sollicitation obligatoire de deux agences, indépendantes l'une de l'autre, pour noter leurs produits structurés. Cette proposition est certainement de nature à améliorer le jugement des investisseurs sur le risque de défaut de ces produits, mais elle ne devrait pas avoir d'effet sur la structure du marché de la notation.

Dans le cas du commissariat aux comptes, des petites entreprises ont réussi à exister aux côtés des « *Big Four* », qui profitent de leur taille internationale vis-à-vis des groupes mondialisés. En effet, les normes comptables et les processus d'audit leur sont communs. L'effet de réputation est donc moindre que dans le cadre des agences de notation où chacune est responsable de sa propre méthodologie, de ses bases de données et de l'ancienneté de ses séries statistiques, facteurs sur lesquels repose la crédibilité de l'agence. Dans un cas, le commissaire aux comptes vérifie la mise en œuvre de la norme ; dans l'autre, la note elle-même est la norme. Elle est le standard international, qui, comme les comptes IFRS ou US GAAP, permet l'accès au marché.

On peut noter enfin que la notation est un passage obligé pour des entreprises de plus grande taille que pour celles auxquelles s'impose le co-commissariat. Ces entreprises ont donc davantage besoin d'un « standard » international de notation, à travers une agence de réputation mondiale.

Au Parlement européen a également été avancée l'idée de **plafonner la part de marché** pouvant être détenue par chaque agence, pour ce qui concerne la notation sollicitée. Un amendement a proposé en effet qu'une même agence ne puisse noter plus de 25 % des titres émis par les entreprises ni plus de 25 % des produits structurés.

La mise en œuvre pratique de cette proposition laisse cependant dubitatif : si les trois grandes agences atteignent chacune le plafond de 25 %, tout nouvel émetteur serait contraint de se tourner vers une petite agence ayant peu de reconnaissance internationale, ce qui risque de le pénaliser dans sa recherche de financement ; il n'est pas garanti en outre que cette petite agence soit la plus compétente, ce qui peut menacer la qualité de la notation ; par ailleurs, il est vraisemblable que les grandes agences émettraient, dans ce cas, des notes « non sollicitées », qui continueraient à guider les choix des investisseurs, et factureraient plus cher leurs notes sollicitées.

*c) Une voie de l'appel d'offres à privilégier*

Plutôt que la solution de la rotation des agences, la proposition formulée par la France, le 31 mars dernier, tendant à rendre obligatoire des appels d'offres à échéances régulières, par exemple tous les six ans, apparaît beaucoup plus réaliste.

Une telle mesure favoriserait l'ouverture du marché et augmenterait la concurrence, sans entraîner de rupture systématique dans le processus de notation puisqu'une même agence pourrait remporter plusieurs appels d'offres successifs. Elle éviterait que les émetteurs et les agences s'installent dans des relations d'affaires de très longue durée, jamais remises en cause, qui peuvent faire naître des situations de connivence. Elle obligerait les agences bien établies sur le marché à présenter des offres compétitives pour conserver leurs positions et encouragerait donc une certaine modération sur les prix ou des investissements dans la qualité de la notation.

### **3. Favoriser la diffusion de formes différentes d'évaluation du risque de crédit**

À côté des notations émises par les agences existent d'autres formes de notation, de cotation ou d'évaluation du risque de crédit, qu'il serait utile de valoriser afin de diversifier les sources d'informations financières.

*a) Sur la dette souveraine*

Pour la dette souveraine, il existe des sources d'informations publiques susceptibles d'aider les investisseurs à apprécier le risque attaché à tel ou tel titre.

Dans un pays comme la France, la transparence des comptes et l'examen de la gestion sont garantis par les règles du débat démocratique : qu'il s'agisse du budget de l'État, de celui de la Sécurité sociale ou de ceux

des collectivités locales, les délibérations sont publiques et toutes les informations pertinentes sont aisément consultables. Par ses rapports indépendants sur les finances publiques, la Cour des comptes, en application de l'article 47-2 de la Constitution, assure l'information du citoyen.

La qualité des institutions supérieures de contrôle de par le monde, ainsi que leur mise en réseau au niveau européen, sont donc des facteurs relativisant la notation.

À l'échelle mondiale, des organismes internationaux contribuent également à la connaissance des finances publiques. Le Fonds monétaire international (FMI) publie deux fois par an des projections sur l'évolution des finances publiques et sur les perspectives de l'économie mondiale. L'Organisation pour la coopération économique et le développement (OCDE) publie deux fois par an une étude sur les perspectives d'évolution de la dette publique.

Au total, la dette souveraine est donc bien le secteur pour lequel il est le plus facile de se passer des agences de notation, un investisseur avisé pouvant sans difficulté former sa propre opinion à partir des données et des analyses disponibles, tout au moins pour les pays développés qui publient en principe des informations financières fiables.

#### *b) Pour la dette des entreprises*

Dans tous les pays développés, les entreprises sont soumises à des obligations de publication de leurs comptes, avec des exigences de transparence renforcées pour les sociétés cotées. Les investisseurs peuvent donc procéder à leur propre analyse des risques s'ils souhaitent s'affranchir de la notation des agences.

De plus, certaines banques centrales<sup>1</sup>, et notamment la Banque de France, ont développé leur propre notation des entreprises. Comme le fait valoir Robert Ophèle, sous-gouverneur, « *la Banque de France est devenue une agence de notation* », qui « *note environ 260 000 entreprises françaises* ». Cette notation ou cotation ne porte pas sur des titres de dette mais vise à évaluer la viabilité d'une entreprise à trois ans. Elle est effectuée sur la base des informations collectées par la Banque de France et à l'issue d'un dialogue avec le chef d'entreprise, qui est informé de sa notation. Les banques commerciales paient pour avoir accès à cette notation, qui leur donne une idée plus précise du risque qu'elles prennent en accordant un crédit à une entreprise. De son côté, la Banque centrale européenne a développé un système interne d'évaluation des risques attachés aux titres qu'elle admet en garantie.

À l'heure actuelle, ces cotations ne sont pas rendues publiques. La Banque de France n'envisage pas de revenir sur cette règle, même si elle

---

<sup>1</sup> Les banques centrales d'Allemagne, d'Autriche et d'Espagne disposent également de leur propre système de notation des entreprises.

s'interroge sur l'utilisation qui pourrait être faite de sa notation en ce qui concerne les créances faisant l'objet d'une titrisation. En début d'année 2011, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, interrogé par la Commission européenne<sup>1</sup>, a confirmé son refus de rendre publiques ses notations, en mettant en avant les risques qu'une activité publique de notation ferait courir à la réputation des banques centrales et les possibles risques de conflits d'intérêts.

La plupart des entreprises notées par la Banque de France sont des PME ne faisant pas l'objet d'une notation par les agences. Rendre publiques les notes de ces entreprises pourrait avoir des effets déstabilisateurs sur leurs relations avec leurs clients et fournisseurs, qui doivent être pris en considération.

En revanche, pour les entreprises de plus grande taille qui font l'objet d'une notation par au moins une agence, on pourrait envisager que **la Banque de France, et ses homologues européennes, rendent publiques leur notes**, ce qui permettrait d'enrichir l'information des investisseurs en leur apportant un point de vue complémentaire.

On pourrait également concevoir que les **banques commerciales**, qui évaluent elles-aussi le risque de crédit de leurs clients, en utilisant des modèles internes, communiquent leurs notes à un organisme européen, qui serait chargé de les **agrèger** afin de rendre public un **indicateur synthétique**. Ainsi, tout en préservant le caractère confidentiel des évaluations internes des banques, les investisseurs auraient à leur disposition une information supplémentaire sur le risque de crédit attaché à tel ou tel émetteur. La divulgation de cet indicateur synthétique pourrait être limitée aux seules entreprises qui sont déjà notées par une agence, de manière à ne pas l'imposer aux entreprises qui n'ont pas souhaité s'engager dans une démarche de notation.

### ***C. PROMOUVOIR UN GRAND ACTEUR EUROPÉEN DE LA NOTATION***

Compte tenu de la place prise par la notation dans le système financier mondial, il est hautement souhaitable de faire émerger un grand acteur européen de la notation. Ce nouvel acteur permettrait à l'Europe de bénéficier d'une part plus importante du marché lucratif de la notation. Surtout, il permettrait aux émetteurs européens d'être notés par une agence partageant avec eux les mêmes codes et d'éviter ainsi les biais qui peuvent exister chez les agences d'origine anglo-saxonne. Il n'est pas admissible que la première puissance économique du monde ne puisse faire entendre sa voix singulière dans l'univers de la notation, surtout quand on prend en compte l'impact politique que peuvent avoir des décisions de nature économique. Un acteur européen ne peut cependant espérer s'imposer que s'il remplit certaines conditions.

---

<sup>1</sup> Cf. le document « *European Commission public consultation on credit rating agencies – Eurosystem reply* », Banque centrale européenne, février 2011.

## 1. Le projet d'une agence publique européenne

Le bien-fondé de la création d'une agence publique de notation européenne est souvent mis en avant. Il n'y a cependant pas de consensus en Europe autour de cette idée, qui a donc peu de chances de voir le jour à court terme.

### *a) Les options envisageables*

L'idée de créer une agence publique européenne peut recouvrir des réalités très différentes. Cette agence pourrait se contenter de noter la dette souveraine ou avoir pour ambition de concurrencer les trois grandes agences internationales en notant tous les titres de dette.

La Commission européenne a réalisé en 2011 une étude d'impact<sup>1</sup> retenant deux hypothèses de travail. La première consisterait en la création d'une agence publique, financée par le budget de l'Union européenne, qui noterait seulement la dette des États et celle des institutions financières qui ont une importance systémique en Europe. Selon la Commission, cette agence pourrait fonctionner avec un nombre de salariés compris entre 250 et 400 personnes et avec un budget annuel de l'ordre de 25 à 40 millions d'euros. Son rôle serait d'apporter aux investisseurs un nouveau point de vue sur les titres de dette qui présentent la plus grande importance du point de vue de la stabilité du système financier.

Il pourrait y avoir une certaine rationalité à confier à une agence publique le soin de noter la dette souveraine. Les décisions prises par une agence publique, sans but lucratif et qui présenterait de solides garanties de sérieux et de compétence, seraient certainement mieux acceptées par les opinions publiques et par les gouvernements que les décisions prises par trois agences commerciales, encore souvent perçues comme opaques et parfois soupçonnées de partialité. L'agence Moody's a publié une note le 22 mars 2012 dans laquelle elle défend l'idée de la création d'une agence publique pour la notation du risque souverain, considérant qu'il serait légitime qu'une institution publique exprime un point de vue concurrent de celui des agences privées<sup>2</sup>.

La seconde hypothèse est celle d'une agence qui noterait tous les instruments de créance. Elle pourrait être financée sur fonds public pendant ses cinq premières années d'existence, par exemple *via* un prêt consenti par la Banque européenne d'investissement (BEI), puis aurait vocation à fonctionner comme une entreprise commerciale. Une telle agence ne pourrait fonctionner qu'avec des effectifs compris entre 400 et 1000 salariés, avec un budget annuel estimé entre 39 et 97 millions d'euros. Elle aurait vocation à

---

<sup>1</sup> Cf. *l'étude d'impact accompagnant la proposition de règlement modifiant le règlement du 16 septembre 2009 sur les agences de notation.*

<sup>2</sup> Cf. « *A solution for the credit rating agency debate* », *Moody's investors service.*



concurrer Standard and Poor's, Moody's et Fitch sur tous les segments du marché de la notation et offrirait donc une réelle alternative aux investisseurs.

*b) La question de la crédibilité*

La création d'une agence publique ne manquerait pas de soulever des problèmes de conflits d'intérêts. Il conviendrait d'assurer sa crédibilité internationale.

Une agence dont les actionnaires seraient les États européens pourrait-elle, de façon crédible, noter, et éventuellement dégrader, ces mêmes États ? N'y aurait-il pas, dans une période de crise sur la dette souveraine, des pressions sur l'agence pour qu'elle ne dégrade pas la note d'un État en difficulté ? Il existe un risque que les investisseurs soupçonnent en permanence une agence publique de « sur-noter » les États dont elle dépend, à l'instar de Dagong qui attribue une très bonne note à la dette souveraine chinoise<sup>1</sup>. Une agence publique ne pourrait être crédible que si ses comités de notation sont protégés de toute interférence de la part des États actionnaires.

Pour garantir l'indépendance de l'agence vis-à-vis des gouvernements, il est souvent suggéré que l'agence prenne la forme juridique d'une fondation. L'économiste Jacques Delpla recommande « *de créer une agence européenne non pas publique mais indépendante, sur le modèle des fondations universitaires ; ce qui, compte tenu des barrières à l'entrée, exige au départ une dotation des autorités de Bruxelles et nationales, les États s'abstenant ensuite de toute intervention* »<sup>2</sup>.

Le statut de fondation est également celui que la Commission européenne suggère de retenir au cas où une agence notant tous les titres de dette serait créée.

Dans tous les pays européens, le statut de fondation existe, selon des modalités variées. En droit français, une fondation est l'acte par lequel une ou plusieurs personnes physiques ou morales décident d'affecter, de façon irrévocable, des biens ou des ressources à la réalisation d'une œuvre d'intérêt général et à but non lucratif. Pour qu'elle soit reconnue d'utilité publique, les fondateurs doivent être minoritaires au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, afin de garantir l'indépendance de la fondation. Ce type de statut présente donc l'avantage de dissocier apport en capital et pouvoir de direction : ceux qui ont financé la fondation n'ont pas vocation à la diriger ensuite.

---

<sup>1</sup> Dagong attribue à la Chine la note AA+ pour la dette contractée en monnaie locale et AAA pour la dette contractée en devises étrangères, soit des notes sensiblement plus élevées que celles attribuées par Standard and Poor's (AA- pour les deux notes), Moody's (Aa3 pour les deux notes) et Fitch (AA- pour la dette en monnaie locale et A+ pour la dette en devises étrangères).

<sup>2</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 27 mars 2012.

Le choix des personnalités siégeant au conseil d'administration serait ensuite déterminant pour asseoir la crédibilité de la nouvelle agence. Il devrait se porter vers des personnalités reconnues pour leur compétence en matière économique et dont l'indépendance vis-à-vis des gouvernements des États fondateurs serait indiscutable.

Pour renforcer encore l'indépendance de l'agence vis-à-vis des États, l'économiste Norbert Gaillard suggère que son financement soit assuré non par des dotations budgétaires des États, mais par une taxe, décidée au niveau européen, et mise à la charge des banques et des compagnies financières. Son assiette large garantirait qu'aucun établissement n'apporterait plus de 1 % du financement de l'agence. Dans une telle configuration, il serait difficile aux États de faire pression sur l'agence, sauf à décider à l'unanimité de supprimer la taxe.

Au total, des solutions techniques pourraient être trouvées pour assurer l'indépendance d'une agence publique européenne et gérer le risque de conflit d'intérêts. Au demeurant, il convient de rappeler que les agences de notation privées ne sont pas indépendantes des entités qu'elles notent et que cela ne les empêche pas de gérer correctement leurs conflits d'intérêts.

Le sondage que le Sénat a commandé à l'IFOP suggère que les investisseurs français seraient prêts, sous certaines conditions, à faire confiance à une agence publique de notation : 87 % des investisseurs interrogés ont estimé que la « *capacité de l'agence à gérer ses conflits d'intérêts* » et la « *crédibilité de l'équipe de direction* » seraient des éléments importants à prendre en compte pour apprécier s'il est possible de faire confiance à une agence publique, 76 % citant également « *la structure de son capital* ».

Si les investisseurs nationaux peuvent être convaincus de la crédibilité d'une agence publique, il en irait peut-être autrement de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), le régulateur américain, qui s'est déjà opposée à l'accréditation de Dagong. Il n'est pas certain qu'elle accepte de délivrer son certificat à une initiative européenne soutenue par les pouvoirs publics. Une agence publique aurait du mal à se défaire du soupçon d'avoir été créée dans le but de noter plus favorablement les États européens et aurait besoin de temps pour asseoir sa réputation. De même, les investisseurs internationaux risquent de considérer avec méfiance une agence publique, ce qui pourrait dissuader les émetteurs de faire appel à ses services.

### *c) Une absence de consensus politique*

Si des solutions techniques sont envisageables, le projet de constitution d'une agence publique européenne risque surtout de se heurter à des difficultés d'ordre politique.

Après avoir réalisé son étude d'impact à la demande du Parlement européen, la Commission européenne a renoncé à soutenir le projet de création d'une agence publique en mettant en avant deux éléments principaux : la

difficulté pour une agence publique d'être crédible auprès des marchés et son coût pour les finances publiques, dans un contexte de fortes contraintes budgétaires.

Il n'y a pas non plus aujourd'hui de consensus chez les gouvernements européens pour créer une telle agence. Les principaux partenaires de la France, à commencer par l'Allemagne et le Royaume-Uni, ont exprimé leur préférence pour une solution de marché financée par des capitaux privés. La France ne pouvant porter un projet d'agence publique européenne sans le soutien de ses grands partenaires, il est douteux que des avancées puissent être réalisées dans cette direction dans un avenir proche.

## **2. L'incitation au développement d'initiatives privées**

Dans ces conditions, la mission commune d'information juge plus réaliste d'encourager des initiatives privées afin de faire émerger un nouvel acteur. Les investisseurs que l'IFOP a interrogés pour le compte du Sénat ont souligné que ce nouvel acteur devait apporter des garanties dans différents domaines pour être crédible : qualité de la notation, citée par 95 % des sondés, transparence de la méthodologie, citée par 93 % d'entre eux, mais aussi capacité à gérer les conflits d'intérêts (89 %), crédibilité de l'équipe de direction (87 %) et structure du capital (81 %).

### *a) Une diversification d'assureurs-crédits peu couronnée de succès*

Les assureurs-crédits, comme la Coface en France ou Euler Hermès en Allemagne, disposent d'une solide expertise en matière d'évaluation des risques financiers, sur laquelle elles peuvent être tentées de s'appuyer pour se lancer dans une activité de notation de crédit.

Leur métier consiste en effet à proposer aux entreprises de s'assurer contre le risque de non-paiement de leurs clients. Comme son président, François David, l'explique<sup>1</sup>, la Coface suit la situation financière de 55 millions d'entreprises, dans soixante-sept pays, en se fondant notamment sur l'analyse des courbes de défaut de paiement. Les assureurs crédits évaluent également le « risque pays », ce qui leur permet d'assurer de grands contrats à l'exportation. La Coface note les pays de A à D, chaque lettre se déclinant de 1 à 4.

Ces entreprises disposent indéniablement d'un savoir-faire et de données statistiques sur un grand nombre d'entreprises, qui constituent une base solide pour envisager de se diversifier dans une activité de notation. En 2010, Euler Hermès a d'ailleurs obtenu l'enregistrement en Allemagne de sa filiale Euler Hermès Rating, tandis que la Coface a sérieusement étudié la possibilité de créer une agence de notation et a même déposé une demande d'agrément.

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 11 avril 2012.

Deux ans plus tard, le bilan est cependant mitigé : Euler Hermès Rating demeure un acteur confidentiel, qui procède à des notations à la demande des investisseurs, et la Coface a été contrainte de renoncer à son projet, à la demande de son actionnaire, la banque Natixis. Celle-ci refuse de se retrouver en situation de noter des entreprises avec lesquelles elle est par ailleurs en relation d'affaires.

Il est difficile, pour un assureur-crédit, d'exploiter les informations qu'il recueille, dans le cadre de son activité principale, pour en tirer une note. En effet, l'évaluation du risque de défaut de paiement constitue son « cœur de métier » et il n'a donc pas forcément intérêt à rendre public, sous forme de note, le résultat de son travail, puisque ses concurrents pourraient alors se l'approprier. De plus, la diversification des assureurs-crédits dans l'activité de notation pose des problèmes de conflits d'intérêts, qui obligent à dresser des cloisons étanches entre l'activité de notation et l'activité traditionnelle d'assurance crédit. Un assureur-crédit qui noterait une entreprise étrangère, puis qui se fonderait sur cette évaluation du risque de défaut pour proposer une assurance à un fournisseur français de cette entreprise, pourrait être tenté de noter sévèrement l'entreprise étrangère afin d'obtenir de son client français une prime d'assurance plus élevée. Pour ces raisons, il semble qu'il y ait donc peu de synergies à attendre d'une telle diversification.

#### *b) Le projet du cabinet Roland Berger*

Le cabinet Roland Berger pilote un projet de création d'une nouvelle agence de notation. Ce projet, dont la réussite n'est pas encore assurée, est sans doute le plus avancé en Europe. Il est d'une ampleur bien différente de celle des petites agences de notation enregistrées par l'AEMF.

Roland Berger est un cabinet de consultants allemand actif dans les secteurs financier et non financier et auprès de gouvernements et d'institutions publiques. Il soutient depuis deux ans ce projet de création d'une agence européenne et lui apporte son soutien matériel et logistique. Il n'envisage pas cependant de contrôler lui-même cette agence, considérant que la notation serait incompatible avec ses autres activités.

L'agence a vocation à être financée par de grandes banques et compagnies d'assurance européennes, qui sont invitées à apporter chacune dix millions d'euros pour constituer son capital. Une trentaine d'investisseurs doivent accepter de s'engager dans ce projet pour que soient réunis les 300 millions d'euros que Roland Berger juge nécessaires à la réalisation du projet.

Après une première phase de présentation et de dialogue avec les acteurs concernés, le projet est aujourd'hui entré dans sa deuxième étape, à savoir la collecte des fonds. Au début du mois de mai 2012<sup>1</sup>, Markus Krall, associé du cabinet Roland Berger qui pilote le projet, a indiqué au Sénat avoir obtenu des engagements de la part d'investisseurs à hauteur de 130 millions

---

<sup>1</sup> Audition devant la mission commune d'information du Sénat le 2 mai 2012.

d'euros environ. La nouvelle agence sera effectivement lancée lorsque 150 à 200 millions auront été réunis, étant entendu qu'il sera toujours possible de continuer à rechercher des fonds pendant un ou deux ans après sa création. Il faudra ensuite un à deux ans avant que l'agence soit effectivement opérationnelle.

L'agence aurait une base clairement européenne, sans exclure toutefois la participation d'investisseurs américains ou asiatiques à son tour de table. Elle serait implantée dans les grandes capitales européennes : Londres pour les services financiers, Francfort pour la notation de la dette souveraine, Paris pour la notation des entreprises.

L'agence ambitionne de proposer à ses clients une méthode de notation plus transparente et laissant moins de place à la subjectivité. La notation serait basée sur des modèles mathématiques, consultables librement sur internet, avec une parfaite transparence des données utilisées et de la pondération des facteurs conduisant à la notation. Les éléments qualitatifs qui amèneraient à émettre une note différente de celle résultant de l'application du modèle seraient clairement exposés. N'importe quel investisseur pourrait faire part de ses commentaires et observations sur la méthode de notation, ce qui permettrait de détecter plus facilement d'éventuelles erreurs.

Pour gagner des parts de marché, la nouvelle agence pratiquerait des tarifs moins élevés que ceux de ses concurrentes, ce qui favoriserait une baisse générale des prix. Son statut serait celui d'une fondation privée à but non lucratif. Ses éventuels profits seraient reversés à ses clients, sous forme de baisse de tarifs, ou financeraient des actions d'intérêt général, par exemple le fonctionnement d'un *think tank* sur la stabilité financière.

Roland Berger envisageait initialement un changement du modèle de financement des agences de notation, avec un retour au modèle « investisseur-payeur ». Une refonte complète du cadre réglementaire aurait été nécessaire pour y parvenir. En l'absence d'une telle réforme, Roland Berger souhaite à présent faire fonctionner l'agence dans le cadre du modèle actuel « émetteur-payeur ».

### **Une agence mondiale pour la notation de la dette souveraine : le projet de la fondation Bertelsmann**

La fondation Bertelsmann défend un projet de création d'une agence internationale qui serait spécialisée dans la notation de la dette des États et des organisations internationales (notamment la Banque mondiale et les banques régionales de développement). Structure à but non lucratif, cette agence serait composée de plusieurs bureaux répartis à travers le monde, chapeautés par une holding.

Son financement serait assuré par une dotation initiale de 400 millions d'euros, qui produirait des intérêts. Les États, les entreprises, les organisations non gouvernementales (ONG), les fondations et même les particuliers pourraient contribuer à la constitution de son capital de départ.

Pour garantir l'indépendance de l'agence par rapport à ses fondateurs, un « conseil des parties prenantes », composé de personnalités variées (analystes, investisseurs, juristes, universitaires, représentants d'ONG, etc.) serait chargé de superviser les activités de l'agence et de nommer ses dirigeants.

La nouvelle agence aurait pour ambition d'améliorer la qualité de la notation de la dette souveraine. Les comités de notation, qui réuniraient des représentants des différents bureaux, rendraient publics leurs votes, de manière à ce que les investisseurs sachent avec quelle majorité la décision a été prise. De plus, à côté des critères classiques de notation de la dette souveraine, l'agence s'intéresserait à des critères socio-économiques tels que la cohésion sociale, l'emploi, la recherche et l'innovation, l'éducation, le développement durable... de manière à améliorer la capacité prédictive de la notation.

Le Sénat accueillerait avec faveur la mise en œuvre du projet de la fondation Bertelsmann, même s'il lui paraît surtout essentiel de faire émerger un acteur capable de rivaliser avec les trois grandes agences internationales.

#### *c) L'opportunité d'un appel à projets à l'échelle européenne*

La Commission européenne a recours régulièrement à la technique de l'appel à projets pour promouvoir certaines initiatives. Que ce soit pour encourager le développement de PME innovantes ou à forte croissance, soutenir des programmes de recherche ou des initiatives en faveur de la cohésion sociale, la Commission rend public un appel à propositions auquel les personnes intéressées répondent en formulant une proposition répondant aux objectifs fixés. Les propositions sont ensuite évaluées et celles qui sont sélectionnées bénéficient d'une subvention financée par le budget européen.

Compte tenu de l'enjeu que représente l'émergence d'un acteur européen de la notation, **il pourrait être judicieux de mettre en œuvre une procédure de ce type afin que les pouvoirs publics européens encouragent une initiative privée tendant à la création d'une nouvelle agence.**

Le cahier des charges pourrait être établi par la Banque centrale européen eu égard au rôle systémique que pourrait jouer la nouvelle agence.

Si le ou les nouveaux opérateurs étaient constitués sur forme de fondation privée sans but lucratif, ils pourraient bénéficier – directement ou indirectement – de la taxe prélevée sur les acteurs financiers déjà évoquée. Celle-ci financerait pour l'essentiel l'innovation en matière de méthodologie.

Une telle démarche serait sans doute davantage susceptible de recueillir un large accord en Europe qu'une proposition d'agence publique, du fait de la réticence de certains gouvernements à voir les États se substituer à l'initiative privée, et du scepticisme possible des marchés financiers.

En même temps, elle augmenterait les chances de succès du ou des opérateurs sélectionnés en raison de l'aide financière et de l'appui politique qui leur seraient apportés.





## **CONCLUSION DE LA TROISIÈME PARTIE ET PROPOSITIONS**

*Le duopole constitué au niveau mondial par Standard and Poor's et Moody's, complété par Fitch, est à l'origine d'une importante rente de situation. Elle permet à ces entreprises d'imposer aux émetteurs des tarifs extrêmement élevés si on les rapporte au nombre d'heures de travail accomplies par les analystes pour chaque notation. Les autorités nationales et européennes de la concurrence doivent vérifier que les trois grandes agences n'abusent pas de leur position dominante. Leur marge opérationnelle est comprise entre 39,5 % et 45 %. Ce niveau de marge reste exceptionnel même si on le compare à celui d'autres entreprises présentes sur des secteurs à forte rentabilité.*

*Les barrières à l'entrée du marché de la notation sont difficiles à franchir.*

*La « réputation » constitue un aspect essentiel pour les investisseurs. Ceux-ci ont recours à Standard and Poor's et Moody's car il s'agit d'entreprises anciennes, qui ont acquis leur crédibilité au fil du temps.*

*La deuxième barrière à l'entrée réside dans la nécessité pour les agences d'atteindre une taille critique, et les moyens correspondants, avec la nécessité pour chacune de disposer d'une structure lui permettant d'évaluer plusieurs centaines de milliers d'émissions.*

*Une troisième barrière à l'entrée résulte des obligations réglementaires renforcées imposées aux agences : obligation d'enregistrement auprès de l'AEMF et de la SEC, obligations de publication sur la méthodologie, obligation de rotation des analystes... Obtenir une accréditation par la SEC n'est pas une simple formalité comme l'agence chinoise Dagong en a fait l'expérience. Elle a ainsi essuyé un refus.*

*En réalité, le marché mondial de la notation a tout d'un oligopole naturel. Certaines études vont même jusqu'à prétendre qu'un surcroît de concurrence conduit les agences à moins se préoccuper de leur réputation, et donc à être moins exigeantes sur la qualité de leurs notations. C'est en tout cas la thèse défendue par les économistes Bo Becker et Todd Milbourn dans une étude publiée en 2011. Leurs travaux suggèrent que l'arrivée de Fitch sur le marché de la notation se serait accompagnée d'une dégradation de la qualité de la notation.*

*Hors d'Europe, il existe pourtant des agences ayant un rayonnement local, soit qu'il s'agisse d'agences de niche, spécialisées par exemple sur les compagnies d'assurance ou sur les produits structurés, comme aux États-Unis, soit qu'il s'agisse d'agences leaders sur leur marché domestique (DBRS au Canada ; JCRA et R&I au Japon).*

64 % des investisseurs interrogés par le Sénat demandent plus de concurrence, 25 % déclarent même en souhaiter « beaucoup plus ». Beaucoup demandent un nouvel acteur européen, pour contrecarrer le biais actuel favorable aux normes comptables américaines, qui créerait dans la notation un différentiel préjudiciable aux entreprises européennes.

En Europe, malheureusement, les nouvelles agences enregistrées par l'AEMF ont une activité confidentielle, à tel point que la Banque centrale européenne ne les reconnaît pas pour évaluer les actifs que les banques de la zone euro lui apportent en garantie.

La stratégie retenue au niveau européen est en effet peu convaincante sur ce point. Elle a consisté, dans un premier temps, pour l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), à se montrer peu exigeante dans sa politique d'accréditation puisqu'elle a enregistré ou certifié pas moins de dix-sept agences, dont une agence bulgare qui fait peu d'ombre à Standard and Poor's ou à Moody's. De petites structures, dont la crédibilité et la notoriété sont faibles voire inexistantes, ont été autorisées à proposer leurs services sur le marché européen.

Comme il y a peu de chances que les émetteurs fassent spontanément appel à ces petites agences, la Commission européenne a proposé, dans le cadre du projet de règlement en cours de discussion à Bruxelles, une mesure complémentaire qui serait de nature à leur faciliter l'accès au marché : la rotation. Or le marché de la notation n'est pas celui du commissariat aux comptes, où cette pratique, ainsi que le co-commissariat, ont été introduits avec succès. L'Europe bute aujourd'hui en matière de notation sur le mythe d'un renforcement mécanique de la concurrence. Ceci conduit, tout d'abord, la mission commune d'information à soutenir plutôt la proposition déjà défendue par la France au niveau européen :

1. l'introduction d'un **appel d'offres au niveau des émetteurs** pour le renouvellement des contrats de notation (objectif : créer les conditions d'une concurrence saine et transparente entre agences de notation en rééquilibrant le rapport de force entre les agences et les émetteurs).

Cette proposition s'adresse au Gouvernement pour qu'il la remette en débat au niveau européen.

Dans un oligopole naturel, deux actions complémentaires sont possibles.

Il est possible tout d'abord de taxer la rente, même si le marché de la notation n'est pas le seul marché oligopolistique. Actuellement, la seule contribution exceptionnelle imposée aux agences de notation en Europe est celle qui vise à financer l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Son montant est symbolique, de l'ordre de 3 millions, acquitté à 90 % par les trois grandes agences de notation, et doit couvrir les frais de leur supervision. Il est donc possible d'augmenter significativement les frais

de supervision des agences de notation. Ceci est la deuxième proposition de la mission commune d'information pour cette partie. Elle propose ainsi :

**2. le relèvement substantiel de la contribution perçue par l'AEMF sur les agences de notation** (objectif : en taxant la rente de situation des agences occasionnée notamment par le relèvement des barrières à l'entrée réglementaire, financer un Forum, à vocation européenne, voire internationale, permettant à toutes les parties concernées d'échanger sur les critères et la méthodologie de la notation).

Cette proposition s'adresse au Gouvernement pour qu'il la mette en débat au niveau européen.

Reste la question ensuite d'un nouvel entrant sur le marché de la notation. Il ne s'agit pas là d'une politique visant à favoriser de petits acteurs sur le marché domestique de la notation, mais de savoir si un grand acteur européen, de taille mondiale, peut émerger. C'est là une préoccupation de nature industrielle et politique, tenant compte de la fonction essentielle que pourrait occuper durablement la notation sur les marchés financiers.

Sur un plan théorique, dès lors que l'on considère que la notation a les caractéristiques d'un « bien public », une agence publique européenne est pleinement justifiée. Moody's a ainsi défendu cette idée. L'agence publique devrait être financée par une taxe affectée et opter pour une forme juridique appropriée (une fondation) afin d'éviter les conflits d'intérêts : elle noterait notamment des États ayant suscité sa naissance, et la finançant, d'une manière ou d'une autre.

Dans le contexte actuel, la piste tendant à la création d'une agence publique est toutefois la moins susceptible de prospérer. Il s'agit essentiellement d'une question de contexte : la crise de la dette souveraine créerait un soupçon fort des marchés par rapport à une initiative des États tendant à se doter de ce qui serait considéré comme « leur agence », et donc « la voix des États ». L'agence devrait de surcroît obtenir l'accréditation de la SEC américaine si l'on souhaite qu'elle joue un rôle mondial.

Une alternative pragmatique peut être trouvée si l'on recherche une notation de nature publique. Certaines banques centrales, à commencer par la Banque de France, mais aussi les banques centrales d'Allemagne, d'Autriche et d'Espagne, ont développé leur propre cotation des entreprises. La Banque de France est devenue une « agence de notation », qui note environ 260 000 entreprises françaises. La Banque centrale européenne note les États. Malgré les réticences des banques centrales, cette voie doit être explorée, notamment si, à terme, des PME, n'ayant pas nécessairement les moyens de payer leur notation, devaient aller sur le marché obligataire. Aussi la mission commune d'information propose-t-elle :

**3. la publicité des cotations réalisées par les banques centrales de la zone euro et des notations de la Banque centrale européenne, selon des modalités à préciser dans une étude de faisabilité, ainsi que de celles réalisées**

par les banques commerciales, **agrégées** par une entité publique (objectif : favoriser la diffusion de notations de qualité, émises par des acteurs publics ou privés crédibles).

*Cette proposition s'adresse au Gouvernement qui peut initier la démarche avec la Banque de France.*

*Pour ce qui concerne l'initiative privée, le Sénat a pris connaissance avec grand intérêt des projets ambitieux portés par le cabinet de conseil allemand Roland Berger ou par la fondation Bertelsmann. S'agissant de démarches d'entreprises à titre individuel, il est difficile de les soutenir autrement que sur un plan politique. Cependant, comme elle le fait fréquemment dans le domaine de la recherche et du développement, la Commission européenne pourrait lancer un appel à projets pour encourager une ou plusieurs initiatives privées tendant à la création d'une nouvelle agence européenne de taille mondiale. Aux termes de l'appel à projet, le ou les opérateurs privés européens retenus pourraient bénéficier du label de la Commission et d'un financement pour le développement d'innovations en matière de méthodologie. La mission commune d'information propose ainsi :*

**4. le lancement d'un appel à projets européen pour des projets d'agence privée**, avec un financement public éventuel pour le développement d'innovations en matière de méthodologie (objectif : faire émerger une initiative européenne de taille crédible dans des conditions d'impartialité vis-à-vis des différents porteurs de projet).

*Cette proposition s'adresse au Gouvernement pour qu'il la mette en débat au niveau européen.*

## CONCLUSION GÉNÉRALE

Il n'y a **pas de fatalité** pour que se perpétuent les erreurs et la domination sans partage des trois grands acteurs de la notation Standard and Poor's, Moody's et Fitch. Il faut toutefois avoir conscience du rôle exact que jouent ces entreprises dans la mondialisation financière et de leur fonction dans la gestion des grands déséquilibres de balances des paiements entre Europe, Asie et Amérique.

Elles produisent **un standard** d'évaluation harmonisé des risques, très imparfait mais synthétique, compréhensible par les acteurs d'un marché de capitaux qui met en relation plus de 10 000 émetteurs, un million d'obligations, des produits structurés particulièrement complexes avec des milliers d'investisseurs disséminés partout dans le monde.

De surcroît, les mêmes acteurs – G 20, banques centrales, régulateurs – qui appellent à se « désintoxiquer » des agences de notation sont ceux-là mêmes qui encore aujourd'hui font des trois grandes agences de notation des « **quasi-régulateurs** ». Celles-ci ont été enrôlées par les superviseurs des banques et des assurances pour les renseigner sur les risques exacts pris dans des secteurs essentiels pour le financement de l'économie. Elles sont appelées à garantir auprès de la Banque centrale européenne la qualité des actifs apportés en garantie par les banques.

Il y a donc de manière diffuse une mission de service public de Standard and Poor's, Moody's et Fitch, **mission déléguée sans cahier des charges, sans contrôle et sans exigence de résultat**.

La « désintoxication » trouvera sa réponse sur le long terme, pour que cesse le recours systématique aux notations. Les trois grandes agences occupent en effet une place laissée vacante dans le domaine de l'évaluation des risques, tout spécialement pour les produits les plus complexes. De nouveaux acteurs doivent se réapproprier ce rôle. Sur le court terme, le bannissement de toute automaticité entre les mouvements de notation et les décisions des banques centrales ou des fonds d'investissement est une action à **entreprendre d'urgence**.

C'est parce que les notes ne sont plus de simples « opinions » que l'activité de notation doit devenir **une profession règlementée**. Elle l'est devenue partiellement, aux États-Unis depuis 2007, en Europe depuis 2009. De ce point de vue, l'écart pourrait se creuser entre ces deux espaces économiques. Depuis la loi Dodd-Frank de juillet 2010, on observe un **recul aux États-Unis**, avec l'abandon de certaines dispositions relatives à la responsabilité des agences ou le renoncement à un investissement plus important de la *Securities and Exchange Commission (SEC)* dans la régulation des agences de notation. *A contrario*, on peut se féliciter d'un **pas en avant** de l'Europe dans le domaine de la réglementation, malgré son retard initial

aujourd'hui comblé. Une convergence entre Europe et États-Unis devra être trouvée au G 20, autour d'une vision ambitieuse de la régulation.

Le Sénat est particulièrement sensible à l'application des lois. Il souligne donc que **les prérogatives conférées à l'Autorité européenne des marchés financiers doivent être exercées de manière volontariste et transparente**. Les zones d'ombre des agences, en particulier dans le domaine des ressources humaines, doivent se dissiper.

On ne peut qu'être favorable à l'ambition d'un nouveau texte européen, en cours d'examen au premier semestre 2012. Si le principe d'un renforcement artificiel de la concurrence par le recours forcé à de « petites agences » n'est pas un scénario crédible, il n'en est pas de même pour des questions majeures comme la responsabilité civile des agences, la suppression des conflits d'intérêts entre les agences et leurs actionnaires, la transparence des tarifs ou l'avis de l'Autorité européenne des marchés financiers sur les changements de méthodologie. Le Sénat a une vision ambitieuse de ces sujets, comme la Commission et le Parlement européens.

La mission commune d'information propose, en outre, trois autres mesures fortes.

Pour éviter les interférences entre le débat démocratique des États et les notations des dettes souveraines, les agences doivent désormais s'astreindre à un **calendrier de publication des notes transparent et fixé à l'avance**.

Un changement de modèle économique est indispensable pour la notation des produits titrisés, afin d'éviter la collusion d'intérêts entre les banques et les agences. Il faut passer à un **modèle investisseur-payeur**, avec un passage obligatoire par une plate-forme centralisant l'ensemble des informations.

Enfin, un grand acteur européen est nécessaire sur le marché de la notation. Il s'agit là d'une question de crédibilité politique, financière et industrielle pour l'Europe. Le Sénat appelle au lancement d'un **appel à projets européen** pour des projets d'agence privée, avec un financement public éventuel pour le développement d'innovations en matière de méthodologie.

## RÉCAPITULATIF DES PRINCIPALES PROPOSITIONS

### L'enjeu d'une convergence réglementaire Europe/États-Unis

1. L'introduction, sous l'impulsion du G 20, d'un **enregistrement commun sur le plan international** pour les grandes agences de notation ayant un rôle systémique, avec une convergence entre SEC et Autorité européenne des marchés financiers (objectif : favoriser la convergence réglementaire sur les agences de notation).

### Le long chemin de la désintoxication

2. **L'inventaire et la suppression systématique** dans les réglementations de tout recours obligatoire aux notations (objectif : laisser leur libre arbitre aux acteurs de marché pour qu'ils développent des méthodes alternatives d'évaluation des risques).

3. La **réintégration progressive** au sein des régulateurs (en France, Autorité de contrôle prudentiel, mais surtout Banque de France) de la fonction de quasi-régulateur déléguée aux agences de notation (objectif : réinternaliser à des fins d'exemplarité l'évaluation des risques au sein des régulateurs).

### L'apparition d'un nouveau grand acteur européen

4. Le lancement d'un **appel à projets européen** pour des projets d'agence privée, avec un financement public éventuel pour le développement d'innovations en matière de méthodologie (objectif : faire émerger une initiative européenne de taille crédible dans des conditions d'impartialité vis-à-vis des différents porteurs de projet).

### Une diversification des notes

5. La **publicité** des cotations réalisées par les banques centrales de la zone euro et des notations de la Banque centrale européenne, selon des modalités à préciser dans une étude de faisabilité, ainsi que de celles réalisées par les banques commerciales, **agrégées** par une entité publique (objectif : favoriser la diffusion de notations de qualité, émises par des acteurs publics ou privés crédibles).

### La responsabilité comme vecteur de changement

6. Un régime de **responsabilité civile harmonisé** sur le plan européen, avec inversion de la charge de la preuve, et une interdiction de principe des clauses exonératoires de responsabilité ou limitant le montant des dommages et intérêts (objectif : permettre une mise en jeu effective de la responsabilité des agences).

7. L'exigence d'un **capital minimal** pour les agences par l'Autorité européenne des marchés financiers, au vu des données (chiffre d'affaires, nombre de notes émises, capital social agrégé au niveau européen, etc.) dont

elle dispose ainsi que la **souscription d'une assurance « responsabilité civile professionnelle » obligatoire** (objectif : permettre aux agences de faire face effectivement à leurs responsabilités).

8. Le relèvement du montant des **sanctions administratives** que peut prononcer l'AEMF en supprimant le plafond en valeur absolue (objectif : augmenter les capacités dissuasives des sanctions de l'AEMF).

### **Un nouveau modèle économique**

9. Le changement pour un **modèle investisseur-payeur**, avec un passage obligatoire par une plate-forme centralisant l'ensemble des informations, pour ce qui concerne les produits structurés (objectif : rompre avec les collusions d'intérêts dans le domaine de la titrisation).

### **L'amélioration des méthodologies**

10. Une procédure **d'avis préalable** de l'Autorité européenne des marchés financiers sur les changements significatifs de modèles développés par les agences de notation (objectif : entrer dans une démarche de validation des méthodologies des agences comme cela est pratiqué pour les modèles d'évaluation interne des risques des banques).

11. La création d'un **forum**, dont le secrétariat général serait assuré par l'Autorité européenne des marchés financiers, visant à systématiser les discussions et la recherche sur des méthodologies de notation entre les agences, les investisseurs, les émetteurs et les milieux académiques (objectif : favoriser la compréhension des méthodologies des agences et inciter à la recherche dans ce domaine).

12. Le relèvement substantiel de la **contribution perçue par l'AEMF** sur les agences de notation (objectif : en taxant la rente de situation des agences occasionnée notamment par le relèvement des barrières à l'entrée réglementaire, financer un Forum, à vocation européenne, voire internationale, permettant à toutes les parties concernées d'échanger sur les critères et la méthodologie de la notation).

### **Le lien avec les organes démocratiques**

13. Une **consultation des commissions des finances du Parlement** par les agences de notation sur la dette souveraine, comme le fait le FMI dans le cadre du *Chapitre IV* (objectif : améliorer la qualité de la notation des dettes souveraines par la prise en compte du travail parlementaire).

### **La fin des interférences avec les débats démocratiques**

14. L'obligation pour les agences d'un **calendrier de publication** des notations souveraines à date fixe, transparent et déterminé à l'avance (objectif : éviter la volatilité des notations et les interactions à chaud avec les marchés, atténuer les interférences des notes avec les échéances démocratiques des États).



### **Une nouvelle relation avec les émetteurs et les investisseurs**

15. L'ajout d'un « **indice de confiance** », comme pour tout exercice de prévision, à la note (objectif : permettre à l'investisseur d'avoir une idée appropriée de la fiabilité de la note et à l'agence de s'engager sur la qualité des informations qu'elle a reçues de l'émetteur).

16. L'adjonction, dans le communiqué de presse de l'agence, d'un espace réservé, au format prédéterminé, pour un « **droit de réponse** » de l'émetteur (objectif : permettre à l'investisseur d'avoir de manière simultanée l'analyse de l'agence et celle de l'émetteur, afin d'inciter à une information totalement fiable).

17. La publication dans les rapports annuels des entreprises **de toutes les sommes versées** aux agences de notation (objectif : accroître la transparence sur le marché de la notation).

18. L'introduction d'un **appel d'offres** au niveau des émetteurs pour le renouvellement des contrats de notation (objectif : créer les conditions d'une concurrence saine et transparente entre agences de notation en rééquilibrant le rapport de force entre les agences et les émetteurs).

### **Les ressources humaines au service de la qualité des notes**

19. La définition par l'AEMF d'un **indicateur harmonisé de charge de travail** des analystes (objectif : permettre un contrôle effectif par les agences et par le régulateur de la charge de travail des analystes).

20. L'introduction d'une exigence par l'AEMF d'un système de **certification professionnelle** des analystes assuré par un organisme extérieur indépendant (objectif : donner une meilleure assurance sur la qualification professionnelles des analystes).

21. Une politique de contrôle des ressources humaines **plus active** par l'AEMF dès l'enregistrement des agences (objectif : garantir la qualité de la procédure d'enregistrement européenne).

### **Une meilleure prévention des conflits d'intérêts**

22. Un meilleur contrôle par l'AEMF des « **services auxiliaires** » (objectif : éviter la confusion entre « service auxiliaire » et conseil en notation).

23. **L'interdiction** qu'une agence note une entité dès lors qu'un actionnaire de l'agence – quel que soit son niveau de détention – est également représenté au conseil d'administration ou au conseil de surveillance de l'entité notée (objectif : éviter les conflits d'intérêts entre les agences de notation et leurs actionnaires).

### **Une meilleure information sur les dettes souveraines**

24. Diminuer l'influence des agences de notation par la publication par l'État d'une prochaine programmation des finances publiques **crédible** dans ses hypothèses macro-économiques, **réaliste** dans ses objectifs de moyen

terme, et **documentée** dans ses aspects budgétaires (objectif : accroître la confiance dans la présentation des budgets par les autorités publiques de manière à rendre moins utile la consultation des notes des agences par les investisseurs).

25. La **certification**, par la Cour des comptes, des comptes les plus importants des établissements de santé, l'expérimentation de la certification de certains comptes des collectivités locales, pour faciliter la lecture des investisseurs sur la situation des comptes publics, et la poursuite du processus de certification des comptes engagé avec l'État et la Sécurité sociale (objectif : garantir la qualité des comptes aux investisseurs, sans passer par le truchement des agences).

26. **L'harmonisation** des comptes publics au sein de la zone euro, organisée selon des normes adaptées, issues de comités légitimes (objectif : réduire une hétérogénéité rendant le recours au seul standard des agences indispensable pour les investisseurs).

## **CONTRIBUTION DU GROUPE COMMUNISTE RÉPUBLICAIN ET CITOYEN**

La conjoncture économique héritée des événements de l'été 2008, dont la crise obligataire que traverse la zone euro ces derniers mois est l'un des prolongements, a mis en lumière le rôle particulier joué par les agences de notation quant à la manière dont les acteurs des marchés financiers, les investisseurs avaient tendance à interpréter les situations et orienter leurs choix d'intervention et d'investissement.

Ce qui fut aussi révélé et que le rapport de la mission ne fait que confirmer, c'est que les trois agences oligopolistiques et singulièrement deux d'entre elles, ont une expertise certes reconnue sur les places financières et boursières mais d'aussi évidents liens avec ce qui fait l'objet de leur travail de notation, c'est à dire les entreprises d'investissement et, de manière plus générale, les acteurs même des marchés.

L'indépendance de jugement des agences de notation est donc, dans l'absolu, d'ores et déjà interrogée de par la nature de ces liens.

S'agissant de la question des dettes obligataires, sur lesquelles les agences de notation interviennent également, il est courant de constater la critique principale qui peut être formulée à l'encontre des agences.

Celle qui voudrait qu'à raison de l'appréciation ou de la dégradation de la notation d'un pays, on se retrouve confronté à une difficulté nouvelle pour émettre des titres obligataires dans des conditions satisfaisantes, renchérisant d'autant le coût de la dette du pays concerné.

Si cette critique est tout à fait recevable, elle souffre toutefois, à notre sens, d'une limite.

Celle qui veut qu'avec une notation dégradée, les États-Unis peuvent se retrouver, malgré tout, à pouvoir emprunter sur les marchés financiers à des conditions moins défavorables que celles de la France et que notre pays, pour donner un exemple précis, a étrangement bénéficié d'une détente relative de ses taux d'intérêt malgré une dépréciation de notre fameux « triple A ».

Ceci dit, plus encore que ce « terrorisme » de la bonne note en soi critiquable, il semble bien que le plus problématique demeure les outils et méthodes retenus pour procéder à l'évaluation d'une dette obligataire.

Le nombre réduit d'analystes attachés à la situation de chaque pays analysé, le fait qu'il est probable que les critères intangibles de notation soient les mêmes et participe, de manière générale, d'une certaine conception de l'économie comme de la gestion des affaires publiques, aux dépens de toute autre considération sont autant d'obstacles, nous semble-t-il, à reconnaître une parfaite indépendance des agences de notation.

Le problème se double d'ailleurs d'une question récurrente : qu'est-ce qui peut motiver qu'un organisme, défini comme indépendant au motif qu'il n'est pas public et ne procède pas d'une puissance publique, peut, de fait, donner une opinion sur la gestion des affaires publiques d'un pays, qui se détermine à raison des choix opérés par les gouvernements en place et/ou en fonctions, choisis par les citoyens démocratiquement consultés ?

L'hypothèse d'une plus grande concurrence dans le secteur de la notation ne doit, à notre sens, aucunement laisser de côté la possibilité de constituer une plate forme de notation publique, mettant d'ailleurs en évidence d'autres critères que ceux en général retenus par les agences de marché et dont les services de la Banque de France, d'ores et déjà occupés pour partie à ces activités de notation des entreprises, pourraient fort bien constituer l'ossature.

Notre législation ayant consacré l'indépendance de la Banque de France, on pourrait enfin y trouver avantage plutôt que n'en subir que les inconvénients pour la gestion des finances publiques, tels qu'ils découlent du Traité fondant l'Union Européenne.

Si tant est que la mission d'information puisse proposer une innovation, ce serait sans doute dans le développement de cette activité de notation publique.

À condition de faire évoluer les critères de notation en ajoutant aux critères de solidité financière habituelle, des critères sociaux et environnementaux, par exemple.

Ce sont là les points qu'il nous paraissait utile de préciser dans cette contribution, en saluant le travail de la mission d'information qui nous semble appeler de nécessaires prolongements législatifs.

## ADOPTION DU RAPPORT

**Réunie le mercredi 13 juin 2012, sous la présidence de Mme Frédérique Espagnac, présidente de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation, la mission a procédé à l'examen du rapport de M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.**

**Mme Frédérique Espagnac, présidente.** – Cette séance conclut le travail de la mission commune. Nous avons conduit 21 auditions, dont sept tables rondes, avec des administrations, des entreprises du secteur financier et non financier, des collectivités locales, des économistes. Nous nous sommes rendus à Washington et New-York. Nous avons demandé à la direction générale du Trésor une étude comparative sur le marché et la réglementation des agences de notation dans des pays émergents ou de l'OCDE. Nous avons eu accès aux trente mille pages que Standard and Poor's, Moody's et Fitch ont communiquées en 2009 et 2010 aux autorités européennes pour obtenir leur enregistrement en Europe. Il s'agissait de pouvoir porter un jugement sur les exigences de cette nouvelle procédure d'enregistrement et d'étudier certains aspects peu connus du fonctionnement des agences. Nous avons consulté directement sur Internet les analystes des agences, les émetteurs et les investisseurs. Les témoignages des analystes nous ont permis de mieux mesurer leurs contraintes de travail. Nous avons commandé à l'IFOP une étude sur la confiance que portent les investisseurs aux agences de notation et leurs éventuels souhaits de changement.

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – Ce rapport, très complet, est le résultat d'un travail collectif. Je lui accorde sans hésiter la note AAA. Sans doute peut-il encore être amendé.

Tout d'abord, un constat : les agences de notation sont devenues un passage obligé. Plus que centenaires, elles ont ressurgi à chaque crise mondiale importante. Initialement facteurs de modération et d'encadrement, elles font aujourd'hui partie du paysage et pèsent d'un grand poids. Notons que les trois principales agences constituent un monopole américain, même si Fitch est détenue par un Français. Au cours des dernières années, les encours obligataires ont été multipliés par trois ; pour les banques, ils n'ont fait que doubler. Les collectivités sont obligées de solliciter les agences de notation pour faire évaluer leur capacité de remboursement : en effet, l'encadrement croissant des banques réduisant leurs capacités de financement, les collectivités peinent de plus en plus à financer leurs projets... Avec la mondialisation, la quantité de liquidités a explosé. Un investisseur de Singapour ne pouvant analyser lui-même une entreprise européenne, il se tourne vers une agence de notation.

On assiste à un transfert de responsabilité, pour ne pas dire à un renoncement : les pouvoirs publics font désormais appel aux agences de notation, et surtout obligent à passer par elles. En faisant des agences de notation des quasi-régulateurs, on n'a fait que renforcer leur importance. Même les banques centrales font appel à la notation pour connaître la qualité des actifs que les banques apportent en garantie ! Il faut amorcer une désintoxication, même si nous savons que les choses prendront beaucoup de temps, tant les agences de notation participent de la culture d'investissement.

Comment atténuer les effets mécaniques de la notation ? Une note négative a un impact immédiat, entraînant un effet falaise et une accélération de la baisse, tandis qu'une note positive fait craindre un effet de bulle. Selon le sondage IFOP, les investisseurs estiment la méthodologie des agences trop floue. Nous prônons davantage de transparence, avec un label réglementaire confirmant la qualité de l'évaluation.

Il faut également veiller à la qualité des ressources humaines. Les décisions prises par des analystes qui n'ont pas une longue expérience ou une formation de très haut niveau peuvent avoir des conséquences catastrophiques.

Il faut rapprocher les systèmes de comptabilité, à défaut de les uniformiser. Ainsi, Airbus utilise les normes IFRS, Boeing les normes USGAAP, qui aboutissent à des notations totalement différentes !

Les conflits d'intérêts n'ont pas été démontrés au niveau de l'actionariat, mais la crise des subprimes a montré combien les banques et les agences de notation avaient partie liée. L'effondrement brutal d'une note a des effets désastreux. Les erreurs sont peut-être rares mais elles sont spectaculaires : Enron, subprimes, Parmalat, Lehman brothers... Il faut que les agences puissent être juridiquement responsables. Cela s'oppose toutefois à la notion américaine d'opinion, les agences invoquant le premier amendement de la Constitution américaine... Il faut préciser la responsabilité des agences. Ainsi, le lieu de résidence de l'investisseur ou de l'émetteur doit primer : une agence qui note une collectivité française ne doit pas pouvoir s'abriter derrière le droit britannique. Les clauses limitatives doivent également être interdites.

Il faut tout faire pour favoriser l'émergence d'un acteur européen. Les incidences des décisions des agences sont trop importantes pour laisser la main à un seul pays ! Cela n'ira pas sans mal. Les petites agences existantes – l'Europe en compte dix-sept – peuvent survivre dans des niches, mais pas concurrencer les trois grands. Il faut donc trouver un biais. Une agence publique notant des États serait accusée d'être juge et partie. Les agences réalisent des marges qui atteignent 40% ; taxer cette rente permettrait de financer un forum où pourraient s'exprimer toutes les entités concernées par la notation. Les banques centrales pourraient jouer un rôle majeur. La Banque de France possède ainsi 250 000 dossiers sur des entreprises ; il est dommage que ces sources d'information ne soient pas utilisées. *Idem* pour la Coface, que son

actionnaire n'a malheureusement pas voulu transformer en agence de notation, malgré son potentiel.

La Securities and Exchange Commission (SEC) n'accepterait pas une agence publique, mais les investisseurs réclament un renforcement de la concurrence. Une agence européenne est indispensable pour équilibrer le marché. Une solution de bon sens serait que les banques centrales mettent en commun leurs informations. L'agence européenne pourrait être constituée en s'appuyant sur les initiatives en cours, comme celles de Berger ou de Bertelsmann.

Difficile de faire des affirmations péremptoires, donc nous proposons des solutions cadrées pour faire évoluer le marché. En dépit de leurs erreurs, les agences de notation restent un passage obligé : les entreprises les sollicitent, et un État qui refuserait d'être noté serait aussitôt sanctionné.

**Mme Marie-Hélène Des Esgaulx.** – Je salue ce rapport très complet, très fouillé, bien agencé et fort pédagogique. Je suis d'accord avec les propositions du rapporteur. Deux remarques toutefois. Pourquoi ne pas coupler l'exigence d'un capital minimal à une responsabilité civile professionnelle ? Un capital minimal, même important, ne suffira pas en cas d'une faillite de la taille de celle de Lehman Brothers. La responsabilité civile professionnelle des conseils juridiques et avocats fonctionne très bien.

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – La responsabilité civile n'exclut pas, par ailleurs, la responsabilité administrative...

**Mme Marie-Hélène Des Esgaulx.** – Le rapport énonce le principe d'une responsabilité mais ne va pas jusqu'à obliger les agences à contracter une responsabilité civile professionnelle. Cela me paraîtrait souhaitable, et moins contraignant que d'imposer aux agences un capital minimal trop élevé. Il faut coupler les deux.

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – Cela me semble une très bonne idée.

**M. Jean Bizet.** – C'est tout à fait pertinent.

**M. Jean-Pierre Caffet.** – En effet.

**Mme Frédérique Espagnac, présidente.** – La proposition est donc retenue.

**Mme Marie-Hélène Des Esgaulx.** – Ma deuxième remarque est d'ordre rédactionnel. Le rapport évoque la publication dans le rapport annuel d'une entreprise du détail des « frais » versés aux agences de notation. J'aurais préféré la formule « honoraires et frais », ou « toute somme versée », afin d'éviter tout contournement.

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – C'est un point important, car nous recherchons la transparence maximale. Il faut retenir les termes les plus appropriés.

**M. Charles Revet.** – J’ai été heureux de participer à cette mission d’information et je félicite la présidente et le rapporteur. Les auditions m’ont beaucoup appris. Nous avons vu avec quelle légèreté étaient élaborées les notes souveraines : la France a ainsi été notée par un analyste situé en Espagne, un autre en Allemagne ! Dégrader les Etats-Unis ou la France est sans doute aussi un moyen spectaculaire de se faire de la publicité... sans tenir compte des conséquences.

Aucune des personnes que nous avons auditionnées n’a prôné la suppression des agences de notation : même imparfaites, elles restent nécessaires. Ne faudrait-il pas toutefois dissocier la notation des entreprises, qui sollicitent et payent les agences, de la notation souveraine ? L’impact n’est pas le même ! Les agences de notation n’ont pas à noter des États dès lors qu’elles n’ont pas été sollicitées. D’autres organismes, comme le FMI, peuvent jouer un rôle pour garantir une gestion sérieuse.

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – Je n’ai pas cité dans mon exposé liminaire toutes les propositions que fait le rapport. Il est impossible d’interdire l’expression d’une opinion, mais la notation souveraine peut et doit être encadrée. Ainsi, il est important que la note tombe à date fixe, avec un calendrier fixé à l’avance, afin d’éviter les incidences sur la vie politique. S’agissant de la notation de la titrisation, nous proposons de passer du système émetteur-payeur au système investisseur-payeur, afin de mettre fin aux conflits d’intérêts.

**M. Jean-Pierre Caffet.** – Certains avaient proposé également d’interdire la notation de la dette souveraine dès lors que l’État en cause bénéficie d’un mécanisme d’aide publique.

**M. Jean Bizet.** – C’était la proposition de Michel Barnier.

**M. Jean-Pierre Caffet.** – On ne peut interdire purement et simplement la notation des dettes souveraines.

Je m’associe aux félicitations adressées au rapporteur : ce rapport est complet, fouillé, pédagogique, compréhensible. Deux suggestions toutefois. Le régulateur a institutionnalisé la notation comme instrument de régulation, déléguant ce pouvoir aux agences sans que la profession soit pour autant encadrée et contrôlée. D’où ma proposition, que je souhaiterais voir figurer à la fin de la première partie, de supprimer des réglementations toute référence obligatoire aux notations comme instrument de régulation. Il s’agit d’ouvrir le marché et d’encourager les investisseurs à élaborer leur propre analyse. Sur ce point, notre mission ne peut être en retrait par rapport à la loi Dodd-Frank et aux propositions de la Commission européenne !

J’ai été choqué de lire que la Banque centrale européenne accepte 2 000 milliards d’euros en garantie sur la base des seules notations. C’est invraisemblable ! D’où l’idée de ré-internaliser une partie de l’appréciation des titres, notamment ceux qui sont acceptés en garantie. Les résistances sont fortes, mais on ne peut s’en tenir à un simple encadrement des agences.



**Mme Frédérique Espagnac, présidente.** – Pour ma part, je suis d'accord pour intégrer ces propositions au rapport.

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – J'ai moi aussi été surpris que la BCE délègue aux agences de notation l'appréciation de titres représentant des sommes aussi faramineuses. Difficile toutefois de changer les choses : la Banque de France dit qu'elle n'a pas les moyens de faire plus que ce qu'elle fait aujourd'hui. Ce qu'il faut supprimer, c'est le passage obligé par les agences de notation, qui traduit un renoncement inacceptable.

**Mme Frédérique Espagnac, présidente.** – Ce sera un travail de longue haleine. La proposition de M. Caffet est donc acceptée.

**M. Jean Bizet.** – À mon tour de féliciter le rapporteur et son équipe. À la veille de modifications institutionnelles au niveau européen, il faut agir vite. Nous voyons aujourd'hui les conséquences de la faute collective qu'a été la création d'une union monétaire sans union budgétaire ni convergence économique. Je suggère de nous appuyer sur l'article 13 du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) et sur l'initiative Barroso, officialisée par le traité de Lisbonne, pour interpeller le président Barroso sur la pertinence de la création d'une agence de notation européenne. Il a l'obligation de nous répondre dans les trois mois. C'est une procédure que j'avais utilisée naguère à propos de l'aide alimentaire.

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – C'est une idée intéressante. Je n'y suis pas opposé.

**M. François Fortassin.** – J'ai moi aussi apprécié la qualité du travail produit et le sérieux des auditions, même si j'ai parfois noté une certaine réticence des personnes auditionnées à livrer la vérité...

**M. Charles Revet.** – Pour le moins, une certaine prudence !

**M. François Fortassin.** – Disons qu'on a beaucoup pratiqué la langue de bois !

Comment faire pour éviter les ravages que provoque la dégradation d'une note ? Au café du commerce, on en conclut immédiatement que le pays ou l'entreprise en cause, est au bord de la ruine ! Quelle sera la portée de notre rapport vis-à-vis des agences de notation ? Par ailleurs, il serait utile pour nos collègues qui n'ont pas participé à la mission de disposer d'une synthèse du rapport.

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – Nous insistons dans le rapport sur la nécessité de renforcer la transparence dans la méthodologie des agences de notation, trop complexe et obscure. La compétence des analystes doit être vérifiée, leur responsabilité doit être proportionnelle à leur expérience. Les erreurs sont rares, mais leurs conséquences financières, économiques et sociales peuvent être dramatiques ! Il faut insister sur la transparence et la qualité du personnel.

D'accord pour réaliser une synthèse du rapport. Mon exposé était volontairement bref, nos échanges sont là pour le compléter.

**Mme Frédérique Espagnac, présidente.** – Nous souhaitons un débat en séance publique, même si cela est compliqué à organiser. Nous pourrions toutefois inviter M. Moscovici début juillet devant la mission pour partager nos conclusions avec lui.

**M. Dominique de Legge.** – À mon tour de rendre hommage au rapporteur et à la présidente. Le rapport traite des trois points qui étaient à mes yeux essentiels : la transparence, les conflits d'intérêt, la responsabilité juridique. La question de la concurrence sur un marché oligopolistique méritait un prolongement : interroger les dirigeants européens, comme le propose M. Bizet, permettra de faire cheminer la réflexion à un niveau plus opérationnel.

**M. Charles Revet.** – Ce travail est très important, compte tenu des enjeux. D'accord pour solliciter M. Barroso et pour inviter le ministre, mais un débat en séance publique s'impose pour que le sujet soit repris par notre assemblée.

**Mme Frédérique Espagnac, présidente.** – Il semble difficile à organiser à court terme. Il faudrait que chaque groupe le réclame.

*Le rapport est adopté à l'unanimité.*

**M. Aymeri de Montesquiou, rapporteur.** – Cette absence de clivage politique est preuve de la qualité du rapport ; aucune idéologie n'a présidé à nos conclusions.

**M. Charles Revet.** – Il faut le souligner.

**Mme Marie-Hélène Des Esgaulx.** – Le président du groupe UMP m'a demandé de présenter le rapport au groupe. Je ne doute pas que celui-ci le soutiendra unanimement.

**Mme Frédérique Espagnac, présidente.** – La conférence de presse de présentation du rapport se tiendra mardi 19 juin à 10 heures.

Merci à tous, ce fut un vrai plaisir de travailler ensemble dans une si bonne ambiance. Il faut désormais faire vivre ce rapport : nous transmettrons nos conclusions à Bruxelles et au Parlement britannique, et nous interrogerons prochainement le ministre.

**À l'issue de ce débat, la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation a adopté le rapport et en a autorisé la publication sous la forme d'un rapport d'information.**