



Rapport 2010 de l'AMF | sur les agences de notation

Le 19 août 2011

Autorité des marchés financiers
17, place de la Bourse 75082 Paris cedex 02
Tél. : 01 53 45 60 00 – Fax : 01 53 45 61 00

SOMMAIRE

PARTIE I - EVOLUTION REGLEMENTAIRE INTERNATIONALE.....	3
1. L'évolution de la réglementation européenne des agences de notations : enjeux du règlement Agences révisé et nouveautés.....	3
1.1 Continuité des dispositifs applicables aux agences et aux utilisateurs de notation dans l'Union Européenne.....	3
1.2 Rôle central de l'AEMF.....	3
1.2.1 Régulation de l'activité des agences de notation de crédit : enregistrement.....	4
1.2.2 Supervision : surveillance continue, contrôles a posteriori et pouvoirs de contrainte.....	4
1.2.3 Elaboration des mesures d'exécution : normes techniques de réglementation.....	5
1.2.4 Relation avec les pays tiers et les autorités nationales ou sectorielles compétentes : coopération.....	5
2. Mise en perspective du règlement Agences : enjeux futurs et comparaison internationale.....	6
2.1 Réflexions pour de nouvelles mesures.....	6
2.1.1 Au niveau du Conseil de Stabilité Financière.....	6
2.1.2 Au niveau de l'Union Européenne.....	6
2.2 Evolutions américaines via les mesures d'application de la loi Dodd-Frank.....	8
2.2.1 Mise en place d'une structure pour mandater une agence pour notation (de finance structurée).....	8
2.2.2 Réduction de la dépendance à la notation.....	9
PARTIE II : L'ENREGISTREMENT DES AGENCES DE NOTATION.....	10
1. La procédure européenne d'enregistrement.....	10
2. Les règles liées à l'émission des notations.....	11
2.1. Les règles relatives aux conflits d'intérêts.....	11
2.1.1. L'organisation générale de l'agence et la gouvernance.....	11
2.1.2. Le contrôle interne.....	12
2.1.3. Les relations commerciales.....	13
2.2. Les règles relatives à la qualité des notations de crédit.....	13
2.2.1. Ressources financières et humaines.....	13
2.2.2. Les règles encadrant le processus de notation.....	14
2.2.3. Les règles relatives au contrôle des notations.....	14
2.3. les règles relatives à la transparence.....	14
PARTIE III : LA NOTATION DE CREDIT.....	19
1. L'augmentation du risque souverain en Europe et son impact sur le secteur bancaire.....	19
2. L'évolution de la notation de crédit d'entreprise en France.....	22

PARTIE I : EVOLUTION REGLEMENTAIRE INTERNATIONALE

1. L'évolution de la réglementation européenne des agences de notation : enjeux du règlement Agences révisé et nouveautés

Le règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit (Règlement Agences) entré en vigueur le 7 Décembre 2009 avait instauré un dispositif d'enregistrement des agences de notation dans l'Union Européenne (« UE »)¹. Un nouveau règlement, le règlement (UE) n°513/2011 du 11 mai 2011 modifiant le Règlement Agences (« Règlement Agences révisé ») est venu compléter ce mécanisme en renforçant les pouvoirs directs de supervision et de contrôle qui étaient limités dans la première version.

Ainsi, dès juin 2010, avait été initiée une révision législative du Règlement Agences, ayant pour objectif de compléter le dispositif de contrôle et sanctions du régulateur, tout en prenant en compte la création la nouvelle Autorité européenne des marchés financiers, (« l'AEMF ») pour tendre vers une supervision centralisée. Le Règlement Agences révisé a ainsi été adopté le 11 mai et est entré en vigueur le 1^{er} juin 2011². Ses principes s'inscrivent dans la continuité pour ce qui est de l'encadrement de l'activité des agences. Le changement majeur qu'il introduit est un transfert de la compétence des autorités nationales en la matière vers l'AEMF (effectif à partir du 1^{er} juillet). Les axes essentiels de ce règlement sont décrits ci-dessous.

1.1 Continuité des dispositifs applicables aux agences et aux utilisateurs de notation dans l'Union Européenne

Le règlement Agences révisé ne remet pas en cause les dispositifs d'enregistrement, de certification et d'endossement en vigueur en vertu du premier règlement. La transition des autorités nationales vers l'AEMF s'inscrit dans la continuité. Les principes pour l'encadrement des pratiques des agences ne sont pas modifiés. Les conditions réglementaires applicables à leur activité restent identiques. Pour ce qui est de leur contrôle, à compter du 1^{er} juillet, les dossiers des agences de notation seront transférés à l'AEMF pour une supervision centralisée (pour autant, les agences existantes qui avaient déposé leur candidature en 2010 en vertu du règlement initial, ne le seront qu'une fois leur enregistrement finalisé par les autorités nationales compétentes³). **L'interprétation relative aux conditions d'application du régime d'endossement** (régime applicable aux notations en provenance de pays tiers pour les agences enregistrées dans l'UE) reste également applicable. En effet, les principes des lignes directrices publiées par le prédécesseur de l'AEMF, le comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (« CERVM ») le 4 juin 2010 ont été réitérés dans les orientations (« *guidelines* ») publiées par l'AEMF le 18 mai 2011⁴. En ce qui concerne les notations émises dans les pays tiers, deux régimes sont possibles, celui d'« endossement », et celui de « certification », dont les principes sont décrits ci-dessous (cf. Partie II, « Illustration du régime de certification : l'agence japonaise certifiée par l'AMF » et « Conditions de l'endossement »).

1.2 Rôle central de l'AEMF

Avec l'adoption et l'entrée en vigueur du règlement Agences révisé, l'AEMF, la nouvelle autorité de supervision financière européenne aura pour premier champ de compétence de supervision les agences de notations. Ses pouvoirs vont s'en trouver considérablement étendus. Progressivement, l'AMF, à l'instar

¹ Au titre de ce premier règlement, le rôle d'autorité compétente pour la France pour l'enregistrement des agences existantes avait été dévolu à l'AMF.

² Au titre du second règlement, en vertu d'une clause de grand père, l'AMF conservera pour un temps limité un rôle d'autorité compétente pour la France afin de finaliser l'enregistrement des agences existantes dont elle a la charge.

³ Cf. 2

⁴ *Guidelines on the application of the endorsement regime under Article 4 (3) of the Credit Rating Agencies Regulation No 1060/2009*, <http://www.cesr.eu/index.php?docid=7590>

de toutes les autres autorités nationales, sera relevée de sa compétence directe (une fois les enregistrements en cours achevés) au profit de l'AEMF⁵.

Eu égard à ces changements structurels, l'AEMF aura, chaque année, la charge d'un rapport public sur les pratiques des agences de notation enregistrées en application du règlement en vigueur (le premier étant dû avant le 1er janvier 2012). Elle rapportera en outre au Parlement européen, au Conseil et à la Commission Européenne quant aux sanctions infligées (mesures de surveillance, amendes et astreintes) et à l'adéquation des ressources et d'éventuels besoins au regard des pouvoirs et obligations instaurés par le règlement Agences révisé.

Lesdites obligations reprennent et renforcent en effet à un niveau central l'ensemble des missions conduites de manière coordonnée entre les différents régulateurs nationaux. En sont détaillés brièvement ici les aspects essentiels qui recouvrent : la régulation de l'activité des agences de notation de crédit par l'enregistrement ; la surveillance par le contrôle continu et a posteriori ainsi que grâce aux pouvoirs de contrainte qui lui seront conférés ; l'élaboration des mesures d'exécution que sont notamment les normes techniques de réglementation ; et la gestion des relations avec les pays tiers et les autorités nationales ou sectorielles compétentes.

1.2.1 Régulation de l'activité des agences de notation de crédit : enregistrement

A partir du 1er juillet, l'AEMF aura compétence générale pour la supervision des agences de notation en Europe. L'AEMF aura ainsi la charge en lieu et place des autorités nationales pour l'enregistrement - ou la certification - de toute nouvelle agence de notation qui viendrait à déposer un dossier de demande d'habilitation. Elle reprendra également sous sa responsabilité directe et exclusive la surveillance continue des agences de notation dont les notations sont agréées pour utilisation réglementaire dans l'UE (que ces agences aient été enregistrées ou certifiées).

1.2.2 Supervision : surveillance continue, contrôles a posteriori et pouvoirs de contrainte

L'AEMF aura 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, et la possibilité de conduire des interrogatoires) et d'inspection sur place. Le Règlement Agences révisé prévoit en particulier que l'AEMF conduise une enquête pour chaque agence de notation de crédit régulée avant le 1er juillet 2014. Le texte fixe également un corpus de règles auxquelles sont soumis ces pouvoirs. Dans le cas d'une instruction en vue d'adopter des mesures d'astreintes ou d'imposer des amendes, les règles de procédure prévoient notamment la nomination au sein de l'AEMF d'un enquêteur indépendant pour mener de telles enquêtes⁶. Dans de telles circonstances, des dispositions relatives aux droits de la défense - avec notamment l'audition de toute personne faisant l'objet d'une telle procédure - devront également être respectées.

L'AEMF sera habilitée à infliger des astreintes ou des amendes en cas d'infraction des conditions réglementaires d'activité par les agences que cela soit de manière délibérée ou par le fait de négligence. Aux termes du règlement Agences révisé, une grille qui établit une correspondance entre la nature des dispositions réglementaires enfreintes et des fourchettes de sommes d'argent permet de fixer une peine pécuniaire. Un montant de base pour celle-ci est d'abord déterminé dans les bornes de la fourchette en tenant compte du chiffre d'affaires annuel des agences. Dans cette même fourchette, l'amende est ensuite ajustée en fonction du degré de gravité de l'infraction commise. Le montant maximal possible d'une amende est limité à 750.000 EUR, et ne peut dans aucun cas 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. Les règles nationales de la procédure civile s'appliquent pour l'exécution forcée des amendes et astreintes.

Outre ce contrôle de l'AEMF, les agences conservent la responsabilité d'effectuer, concernant les méthodologies, des contrôles qui leur sont propres. Ceux-ci consistent notamment à valider que les

⁵ Le transfert sera effectif au 1^{er} juillet 2011 pour les agences déjà enregistrées ou certifiées, et pour toute nouvelle demande d'habilitation à compter de cette date. Il se fera au fil des enregistrements à venir pour les agences encore en cours d'enregistrement.

⁶ Règlement Agences révisé, Article 23 *sexies* « Règles de procédure pour l'adoption de mesures de surveillance et l'imposition d'amendes »

méthodes de notation sont conformes aux obligations réglementaires applicables. Les agences s'assurent ainsi, a posteriori éventuellement, de la rigueur, la systématique et la continuité des modèles. L'AEMF, de même que les autorités nationales compétentes, ne doivent pas interférer avec le contenu des notations ou avec les modèles utilisés pour les déterminer. Revient donc à l'AEMF la charge d'examiner non seulement le respect de cette obligation de vérification sur historique (ou « *back testing* »), mais aussi les résultats obtenus, et les possibles ajustements mis en œuvre en tant que mesures correctives.

1.2.3 Elaboration des mesures d'exécution : normes techniques de réglementation

L'AEMF a également compétence pour soumettre à la CE des propositions de normes techniques de réglementation. A ce stade, les mesures d'exécution attendues d'après le règlement Agences révisé reprendront pour partie les orientations déjà formulées en comitologie par le CERVM dans le cadre du règlement Agences. Elles feront l'objet de mises à jour ou de dispositions complémentaires si nécessaire. En tant que projets de normes techniques de réglementation, ces textes devront être approuvés par la CE et deviendront alors juridiquement contraignants.

Les normes qui doivent être adoptées (ou faire l'objet de mise à jour) dans les 7 mois qui suivent l'entrée en vigueur du règlement Agences révisé⁷ concerneront :

- les documents à fournir à l'AEMF par une agence de notation de crédit pour toute nouvelle demande d'enregistrement,
- les informations à fournir à l'AEMF par une agence de notation de crédit pour toute demande de certification (et pour évaluation corollaire de son importance systémique),
- les éléments à fournir (et la présentation à respecter) au niveau du registre central⁸ par les agences enregistrées quant à l'évolution de leurs notations,
- l'évaluation de la conformité des méthodes de notation de crédit aux exigences du règlement en vigueur,
- les données de notation à notifier par les agences de notation de crédit enregistrées aux fins de la surveillance continue exercée par l'AEMF.

1.2.4 Relation avec les pays tiers et les autorités nationales ou sectorielles compétentes : coopération

L'AEMF sera également signataire des accords de coopération pour l'échange d'informations qui doivent être liés avec les autorités de surveillance de pays tiers. Ces cadres de coopération serviront le besoin du dispositif de certification d'agences de pays tiers ainsi que celui du régime d'endossement de notation de pays tiers par des agences enregistrées dans l'UE.

Enfin, dans certains cas très encadrés, l'AEMF pourra déléguer la conduite de tâches très spécifiques de contrôle aux autorités compétentes, cependant elle restera juridiquement responsable des décisions prises *in fine*. Les autorités compétentes pourront, dans les limites du droit national applicable, faciliter la conduite d'investigations sur leur territoire. En outre, les représentants des autorités compétentes, en tant que participants aux organes dirigeants de l'AEMF, continueront pour partie à être associés aux décisions de l'Autorité en la matière (notamment par le biais du conseil de surveillance ou encore des groupes d'experts internes). Les autorités compétentes prudentielles quant à elles seront chargées du contrôle de ces usages par les entités qu'elles régulent en vertu de la législation sectorielle qui fait référence à des notations utilisées conformément au règlement Agences en vigueur⁹.

⁷ Au plus tard le 2 janvier 2012.

⁸ « CEREP » registre central de données, qui réunit des statistiques concernant les résultats et performances de notations passées. La plateforme est mise à disposition par l'AEMF.

⁹ Règlement Agences révisé, Article 4 « utilisation des notations de crédit »

1. Les établissements de crédit au sens de la directive 2006/48/CE, les entreprises d'investissement au sens de la directive 2004/39/CE, les entreprises d'assurance non-vie régies par la première directive 73/239/CEE du Conseil du 24 juillet 1973 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité de l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie, et son exercice, les entreprises d'assurance vie au sens de la directive 2002/83/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 novembre 2002 concernant l'assurance directe sur la vie, les entreprises de réassurance au sens de la directive 2005/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance, les OPCVM au sens de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), les institutions de retraite professionnelle au sens de la directive 2003/41/CE et les fonds d'investissement alternatifs ne peuvent utiliser à des fins

2. Mise en perspective du règlement Agences : enjeux futurs et comparaison internationale

2.1 Réflexions pour de nouvelles mesures

2.1.1 Au niveau du Conseil de Stabilité Financière

Dans le cadre de ses objectifs de stabilisation de la sphère financière, et de prévention des chocs systémiques, le Conseil de Stabilité Financière ou « *Financial Stability Board* » (« FSB ») a engagé une réflexion sur le sujet de la notation. Il a ainsi entrepris de lutter contre les recours mécaniques des participants de marchés aux notations pour leur substituer des pratiques d'analyses approfondies des risques. Il a défini en octobre 2010 des principes larges définissant les étapes graduelles qui restaient à mettre en œuvre pour réduire la dépendance aux notations de crédit des agences. Il a cependant été précisé que ces objectifs doivent être poursuivis de manière raisonnée.

2.1.2 Au niveau de l'Union Européenne

Dans cette lignée, en fin d'année 2010, en parallèle des dernières étapes de la négociation du règlement Agences révisé, la Commission Européenne (« CE ») a repris cette réflexion par une consultation. Celle-ci visait plus largement de nouvelles initiatives législatives possibles pour encadrer l'activité des agences et l'utilisation des notations. La CE a reçu 93 réponses à cette consultation sur les agences qui s'est achevée début janvier.

Sans que cela laisse augurer des sujets qui pourraient faire l'objet de propositions concrètes au dernier semestre 2011, les thématiques abordées par la consultation étaient les suivantes :

- Réduction de la dépendance aux notations de crédit des agences
- Notation souveraine
- Concurrence dans l'industrie de la notation
- Responsabilité civile
- Conflits d'intérêts et modèle de rémunération « émetteur-payeur »

Les enjeux de cette consultation pour de nouvelles mesures sont détaillés plus avant ci-dessous.

réglementaires que des notations de crédit émises par des agences de notation de crédit établies dans l'Union et enregistrées conformément au présent règlement.

Consultation pour de nouvelles mesures

- **« Désintoxication »** : réduction de la dépendance aux notations

- *Concernant les références réglementaires aux notations externes*

Le thème de la « désintoxication » renvoie tout d'abord aux références réglementaires aux notations externes. Le défi majeur est posé par le choc redouté par les acteurs si de telles références disparaissaient ou étaient remplacées. L'enjeu est bien de trouver des outils complémentaires ou des mesures de substitution appropriés qui n'exacerbent pas la procyclicité ou la volatilité des réactions des utilisateurs en cas de dégradation. Ces aspects vont au-delà du seul domaine de la régulation des agences de notation. Tout nouveau développement législatif s'articulera ainsi nécessairement avec les travaux des autres régulateurs sectoriels (notamment ceux du Comité de Bâle concernant le capital réglementaire pour la titrisation).

- *Concernant l'utilisation des notations externes pour la gestion du risque ou dans les mandats et stratégies d'investissement des gestionnaires*

L'une des solutions pour la désintoxication des notations utilisées pour la gestion du risque serait d'exiger des acteurs qu'ils élaborent leur propre modèle d'évaluation. Toutefois l'internalisation systématique des modèles de risque dépend également de la capacité des entreprises, en particulier des banques, petites et moyennes, à conduire de telles analyses. En complément, un aspect qui doit être pris en compte est la disponibilité et la transparence de l'information utilisée pour les notations externes, notamment pour les instruments de finance structurée. De surcroît, les usages mécaniques sont à restreindre afin d'éviter des réactions subites et démesurées aux mouvements de notes. La solution ne consiste donc certainement pas tant à imposer des législations spécifiques pour prescrire une flexibilité ou des proportions de portefeuille qui dépendraient des notations. Il semblerait plutôt nécessaire d'exiger des acteurs qu'ils conduisent leur propre analyse notamment pour la gestion d'actifs. Pour ce faire, des incitations doivent être prévues pour que le marché développe ce type d'approche.

- **Notation souveraine**

Les questions portent principalement sur la transparence des notations de dette souveraine et les procédures relatives à la notation de la dette souveraine. L'amélioration de la transparence des notations souveraine passe par la transparence des méthodologies ainsi que la publication des rapports de recherche en intégralité. Toutefois, il faut être prudent avec un traitement qui différencierait ce type de dette de celui des « corporates »¹⁰. L'idée d'un traitement qui reporterait la publication à la fermeture des marchés doit ainsi être adaptée pour tenir compte de la limite évidente qui est posée par le fonctionnement en continu des marchés.

Enfin, des réflexions pourraient être menées quant à l'ampleur des révisions de notations qui peuvent avoir lieu. La question n'est bien évidemment pas de rentrer dans les méthodologies des agences, mais de clarifier pour le marché les raisons qui motivent une agence lors de variations de leur opinion de forte amplitude.

- **Concurrence dans l'industrie de la notation**

Une proposition visant plus de compétition dans l'industrie de notation ne peut que remporter l'adhésion. Les différentes solutions spécifiques qui étaient examinées dans la consultation (pour le développement des notations de la Banque Centrale Européenne et des Banques Centrales Nationales, de nouveaux entrants, d'une structure publique/privée ou d'un réseau européen de petites et moyennes agences de notation de crédit) soulèvent néanmoins une question essentielle quant à l'intervention publique. Un objectif en filigrane reste celui de la désintoxication aux notations externes et l'internalisation autant que faire se peut des analyses de la qualité de crédit d'une contrepartie. Il est ainsi important de ne pas créer une distorsion et maintenir un environnement égal pour tous, un « *level playing field* » afin de ne pas induire une préférence ou une légitimité arbitraire pour certains nouveaux acteurs.

- **Responsabilité civile**

En France, un régime de responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle a été introduit par l'article 10¹¹ de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière pour les agences de notations qui seront enregistrées en vertu du règlement Agences et dont les notations seront utilisées à des fins réglementaires dans l'Union Européenne. Toutefois, l'enjeu au niveau européen reste celui d'un certain degré d'uniformisation de régimes spécifiques aux agences qui respecteraient en parallèle les régimes nationaux de responsabilité civile de droit commun. Le défi consiste

¹⁰ Ainsi l'idée avancée en faveur d'un délai de notification allongé à 3 jours avant tout changement de note pour un souverain pourrait laisser redouter des abus de marché et des conflits d'intérêts encore plus prononcés.

¹¹ Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, article 10 :

I. – Le chapitre IV du titre IV du livre V du Code Monétaire et Financier est ainsi modifié: [...]

Après l'article L. 544-3, il est inséré une section 2 intitulée : « Service de notation de crédit » et comprenant trois articles L. 544-4 à L. 544-6 ainsi rédigés : [...]

« Art. L. 544-5. – Les agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) no 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité.

« Tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) no 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit.

« Art. L. 544-6. – Les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 sont interdites et réputées non écrites. »

à calibrer la notion de faute grave ou intentionnelle ou de négligence, sans donner pour autant prise à la notion de notation « incorrecte ».

▪ **Conflits d'intérêts et modèle de rémunération « émetteur-payeur »**

Un consensus d'opinion se dégage sur l'existence de conflits d'intérêts inhérents au modèle « émetteur-payeur ». Toutefois les modèles alternatifs de rémunération ne sont pas nécessairement exempts de ce type de difficulté. Quel que soit le modèle : « investisseur/abonné payeurs », « rémunération d'après les résultats », « plateforme de négociation payeur », « gouvernement comme agent contractant » (cf. *infra* paragraphe 2.2.1 sur l'initiative des Etats-Unis), chacun soulève des questions et problématiques propres, même s'il convient de noter que dans un modèle « investisseurs/abonnés payeurs », la notation est payée par plusieurs investisseurs/abonnés et non pas par la seule société, ce qui réduit en théorie les possibilités de conflits d'intérêts entre les deux parties. Les risques à anticiper s'étendent du simple transfert du conflit d'intérêt vers les investisseurs, à des difficultés à gérer la notion de performance, à l'interférence commerciale d'un acteur attendu neutre, aux doutes quant à la gestion et aux coûts de la structure, et enfin aux effets potentiellement adverse sur la dépendance aux notations.

Il importe à tout le moins que soit traité le thème commun attendu de toute nouvelle proposition de modèle d'organisation et de rémunération qui est celui d'une transparence accrue des méthodologies tout autant que des données utilisées pour la notation.

Les pistes de réflexion abordées n'ont pas fait l'objet de propositions concrètes de la CE à ce stade. Mais le Parlement européen (« PE ») a adopté une résolution non législative le 8 juin 2011 pour proposer à la CE des perspectives d'avenir sur les agences de notation de crédit - et notamment un « renforcement » de la régulation des agences de notation de crédit. La Commission Affaires économiques et monétaires « ECON » du PE a ainsi demandé plus de clarifications sur les méthodes applicables à la notation de la dette souveraine. Elle se prononce en faveur d'une fondation européenne de notation du crédit. Elle soutient un train de mesures destinées à diminuer la dépendance à la notation du crédit externe, et à renforcer la responsabilité et la transparence des agences.

2.2 Evolutions américaines via les mesures d'application de la loi Dodd-Frank

Le renforcement de l'encadrement des pratiques des agences se poursuit de manière globale, notamment outre atlantique. Au cours de l'année 2010, en parallèle des négociations du règlement Agences révisé en Europe, le « *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* » ci -après, la « loi Dodd-Frank » promulguée le 21 juillet 2010 aux Etats-Unis a également instauré de nouvelles dispositions législatives relatives aux agences. Outre les dispositions d'application immédiate, l'adoption d'un nombre important de mesures d'exécution réglementaires a été confiée à la « *Securities and Exchange Commission* » (« SEC »), qui régule les agences enregistrées aux Etats-Unis pour utilisation de leur notation à des fins réglementaires, les « *nationally recognized statistical rating organisations* » (« NRSROs »). Ces règles de mise en œuvre viendront compléter l'encadrement de l'activité desdites agences. La loi prévoit l'adoption de ces dispositions sous un an après sa promulgation. Elles sont aujourd'hui en cours de proposition ou d'élaboration sachant que certaines étaient assorties de phase d'études complémentaires.

Sans vocation à un panorama exhaustif, suit ici une présentation plus détaillée de quelques mesures choisies. Elle se concentre sur deux thèmes qui sont également au cœur des réflexions européennes. Le premier des aspects retenus est la mise en concurrence des agences et le rôle de l'information dans la réduction des conflits d'intérêts inhérent à la notation des produits financiers, notamment structurés (2.2.1). Le second est celui plus globale de la réduction de l'utilisation de la notation, notamment pour ce qui est de la dépendance réglementaire (2.2.2).

2.2.1 Mise en place d'une structure pour mandater une agence pour notation (de finance structurée)

La SEC s'est ainsi vu confiée par la loi Dodd-Frank différentes mesures d'exécution relative à l'encadrement des pratiques et l'activité des agences de notations. Dans ce cadre, elle doit aussi préparer un rapport au Congrès qui fera suite à une étude concernant un mode nouveau de sélection de l'agence notatrice de produits de titrisation comme possible remède aux conflits d'intérêts dans ce domaine¹². La SEC étudie ainsi le rôle que pourrait jouer un système proche du « gouvernement comme agent contractant » qui serait un intermédiaire entre les agences et les entités cherchant à être notées. Elle se penche également sur de possibles formules de déclinaison de ce modèle. A ce titre, la SEC conduit

¹² Loi Dodd-Frank, section 939 F.

depuis le 16 mai 2011 une consultation publique assez longue concernant la faisabilité d'un système qui établirait une structure publique ou privée ou encore une organisation auto-régulée (« *self regulatory organization* » - « SRO ») qui désignerait les NRSROs en charge de déterminer les notations de crédit pour des produits de finance structurée. A ce jour, la SEC supervise 10 agences de notations enregistrées en tant que NRSROs, dont 8 sont habilitées pour la classe des actifs titrisés. Or la SEC, d'après ses informations, fait état d'une estimation selon laquelle 94% des notations existantes pour les produits de finance structure sont attribuées par les 3 principales NRSROs. L'enjeu de la consultation est donc en premier lieu de tenter d'identifier les impacts qu'aurait une telle initiative sur la concentration des parts de marchés relatives aux produits de finance structurée. Il est ensuite de déterminer les contraintes et modalités pratiques qui devraient régir un tel système. La SEC aborde donc un certain nombre d'enjeux et de questions pratiques de fonctionnement d'un tel dispositif dans cette consultation. Au terme de celle-ci, il faut en effet noter que si la SEC devra identifier l'approche la plus appropriée et la mettre en place.

Il est possible de faire référence ici à d'autres initiatives, d'ailleurs évoquées dans la consultation, qui ont vocation à limiter les conflits d'intérêts dans le domaine de la finance structurée. Tel est par exemple l'objectif de la règle 17 g 5 destinée à établir la transparence et le partage des informations fournies pour la notation des produits structurés entre les NRSROs et ainsi promouvoir une compétition plus forte sur ce segment.

2.2.2 Réduction de la dépendance à la notation

Dans le cadre des mesures d'application par voie réglementaire de la loi Dodd-Frank¹³ est requise une revue des références à la notation de crédit qui devra être suivie de leur retrait ou d'une substitution par des critères appropriés d'évaluation de la qualité de crédit. Toutes les agences ou autorités publiques des Etats-Unis ont ainsi l'obligation de déterminer les alternatives appropriées à la notation externe dans les législations et règles dont elles ont la charge. L'objectif est ainsi d'éliminer, autant que faire se peut, les références et le recours aux notations des agences du fait des régulateurs. Que ce soit notamment la SEC, ou la « *Commodity Future Trading Commission* » (« CFTC ») mais aussi la Réserve fédérale (« Fed »), la Federal Deposit Insurance Corporation (« FDIC »), et deux branches de régulation bancaire du Trésor en cours de regroupement (« *Office of Thrift Supervision* », « OTS » et l'« *Office of the Comptroller* », « OCC » appelés à fusionner par la loi Dodd Frank), toutes ont publié des propositions de nouveaux règlements, assorties d'enquêtes publiques, pour poser les fondements de système d'évaluation autres que ceux des agences de notation.

Pour les régulateurs bancaires, l'enjeu est de substituer, lorsque c'est faisable, des standards et des normes prudentielles qui soient uniformes, et appropriés pour garantir la fiabilité financière. Ils s'y sont donc attelés dès le mois d'août 2010. Pour la régulation de marché, la SEC avait déjà fait, à différentes reprises, des propositions concernant le retrait des références aux notations de crédit dans ses propres règles. Le retour des acteurs de marché a souvent été relativement négatif en raison des risques anticipés. Avec la loi Dodd-Frank, est cette fois engagé un chantier nécessaire pour satisfaire l'obligation légale faite à la SEC de modifier ses règles et statuts par simple suppression ou remplacement par de mesures de la qualité de crédit ayant une portée similaire à celle des notations.

¹³ *Ibid.*, section 939 A.

PARTIE II : L'ENREGISTREMENT DES AGENCES DE NOTATION

Depuis l'adoption du règlement européen (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, sur les agences de notation (RE), l'Union européenne dispose d'une procédure d'enregistrement des agences de notation.

L'Autorité des marchés financiers a été désignée en France comme autorité compétente pour l'enregistrement et la supervision des agences de notation de crédit au sens de l'article 22 du RE, la loi de régulation bancaire et financière du 11 octobre 2010 ayant introduit un contrôle des agences de notation.

1. La procédure européenne d'enregistrement

Le règlement Agences est entré en vigueur le 7 décembre 2009. Les agences existantes devaient déposer leur demande d'enregistrement avant le 7 septembre 2010, et avoir adopté à cette date toutes les mesures nécessaires pour se conformer aux dispositions de ce règlement. Une période de transition a été prévue pour que les notations des agences existantes puissent continuer à être utilisées dans l'Union européenne à des fins réglementaires pendant la période d'enregistrement.

Pour les petites agences extracommunautaires qui ne sont pas présentes dans l'Union européenne mais y diffusent leurs notations, un régime de certification a été mis en place.

En conséquence, toutes les agences établies en Europe et dont les notes sont destinées à être utilisées à des fins réglementaires ont déposé une demande d'enregistrement. Le règlement prévoit le cas où certaines agences de notation de crédit se composent de plusieurs entités juridiques formant ensemble un « groupe » d'agences de notation émettant des notations de crédit dans l'Union européenne. Dans ce cas, l'enregistrement ne concerne pas le groupe d'agences lui-même mais les différentes entités juridiques le composant, qui doivent se faire enregistrer par les autorités compétentes de l'Etat membres où elles sont établies. Au sein d'un groupe d'agences de notation, seules les entités juridiques indépendantes doivent se faire enregistrer. Les branches dépendant juridiquement d'une autre entité ne font pas l'objet d'un enregistrement.

Lorsque plusieurs entités d'un groupe demandent l'enregistrement, elles donnent à l'une d'entre elles mandat de soumettre toutes les demandes au Comité européen de régulation des marchés de valeurs mobilières (CERVM), prédécesseur de l'AEMF aux termes du règlement Agences. La demande de chaque entité est ensuite transférée par l'AEMF à l'autorité nationale compétente. Des « Collèges » d'autorités compétentes nationales sont mis en place afin d'assurer l'efficacité de leur action et une application harmonisée du règlement. Les membres de chaque Collège choisissent l'un d'entre eux pour assumer le rôle de facilitateur coordonnant leurs actions et échanges. A l'issue de l'instruction du dossier, un projet motivé de décision pour chaque entité est communiqué à l'AEMF par le facilitateur. Le Collège y expose sa position quant à la demande d'enregistrement. Il revient ensuite à l'autorité compétente de chaque Etat membre concerné de prendre la décision d'enregistrement relative à l'entité établie sur son territoire. Le groupe en tant que tel ne fait pas l'objet d'une décision d'enregistrement.

Au 7 septembre 2010, 45 entités avaient déposé une demande d'enregistrement en Europe. A ce jour, seules cinq agences ont été enregistrées (quatre agences par le régulateur allemand et une agence par le régulateur bulgare). Par ailleurs, l'AMF a accordé la certification à l'agence japonaise *Japan Credit Rating Agency* (« JCRA ») le 6 janvier 2011. Elle était la seule autorité compétente dans le cadre de cette procédure de certification, en tant qu'unique membre du collège de régulateurs de JCRA. L'AMF participe actuellement aux collèges de régulateurs constitués pour les trois grandes agences de notation, *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings*, dans le cadre de la procédure d'enregistrement des filiales françaises de ces agences.

Il est à noter, qu'à compter du 1^{er} juillet 2011, l'AEMF reprendra la compétence directe de la supervision des agences de notation aux termes du règlement Agences révisé comme détaillé précédemment (cf. Partie I). Ce pouvoir vaudra notamment pour l'enregistrement de toute nouvelle agence de notation de

crédit (seule ou en tant qu'entité d'un groupe) qui présenterait un dossier pour agrément dans l'UE après cette date. L'AEMF aura alors la responsabilité d'instruire le dossier et de rendre une décision en lieu et place des collègues d'autorités nationales compétentes dans le processus décrit précédemment.

2. Les règles liées à l'émission des notations

Les demandes d'enregistrement des agences contiennent les informations visées à l'annexe II du RE, qui sont développées de façon très précise dans une ligne directrice publiée par le CERVM.

Le règlement vise à instaurer des mesures en matière de conflits d'intérêts, de qualité des notations de crédit, de transparence et de gouvernance interne des agences de notations de crédit ainsi que de surveillance de leurs activités. L'appréciation de la conformité de la demande d'enregistrement s'articule autour de **trois thèmes principaux** :

2.1. Les règles relatives aux conflits d'intérêts

Tant les règles régissant l'organisation générale des agences que celles relatives aux instances dirigeantes et aux personnes liées à l'activité de notation visent à éviter les conflits d'intérêts. En outre, l'indépendance des activités de notation par rapport aux activités accessoires doit être assurée.

2.1.1. L'organisation générale de l'agence et la gouvernance

- *La structure générale et la gouvernance*
 - Du point de vue de sa structure générale, l'agence doit disposer de systèmes, ressources et procédures comptables et administratives appropriées pour garantir la continuité et la régularité de ses activités et la sauvegarde de ses systèmes informatiques. Son organisation doit garantir que ses intérêts commerciaux ne font pas obstacle à l'indépendance ou à l'exactitude des activités de notation de crédit. Dans ce cadre, l'agence doit tout mettre en œuvre pour détecter, éliminer si possible ou gérer et divulguer tous les conflits d'intérêt (potentiels ou réels) susceptibles d'influencer l'analyse et le jugement de toute personne impliquée dans le processus de notation.
 - Toute agence doit disposer d'un conseil d'administration ou de surveillance. Les instances dirigeantes doivent veiller à ce que les activités de notation soient indépendantes et, plus généralement, à ce que l'agence de notation se conforme au règlement Agences en vigueur.

Celui-ci exige qu'au moins un tiers des membres (et au moins deux membres) des instances dirigeantes ne soient pas impliqués dans les activités de notation. Le mandat de ces membres indépendants est d'une durée fixe de 5 ans et leur rémunération ne doit pas être liée aux performances commerciales de l'agence. Tous les membres des instances dirigeantes doivent avoir une honorabilité, une compétence et une expérience suffisantes. Deux d'entre eux (dont au moins un des indépendants) doivent avoir une expérience dans les services financiers.

Les membres indépendants ont pour mission spécifique d'élaborer la politique de notation, de contrôler la qualité des notations, l'effectivité des mesures et procédures destinées à éviter les conflits d'intérêts ainsi que des procédures de conformité et de gouvernance. Ils présentent périodiquement à l'ESMA des avis relatifs à leurs missions.

- *L'encadrement de toutes les personnes impliquées dans l'émission des notations*

Ces personnes, et notamment les analystes de notation, ne doivent pas être autorisées à engager des négociations, ni à participer à des négociations concernant les commissions ou les paiements dus avec une entité notée, un tiers lié ou toute autre personne directement ou indirectement liée à l'entité notée par une relation de contrôle.

La rémunération et l'évaluation de la performance des analystes de notation et des personnes chargées d'approuver les notations de crédit ne peuvent pas dépendre du chiffre d'affaires que l'agence de notation tire de sa relation commerciale avec les entités notées ou les tiers liés.

Il est aussi interdit à ces personnes de solliciter ou d'accepter des sommes d'argent, cadeaux ou faveurs de quiconque entretient une relation d'affaires avec l'agence de notation. Elles ne peuvent pas non plus accepter de poste de gestion clé au sein d'une entité notée ou d'un tiers lié dans les 6 mois suivant l'émission de la notation de crédit.

Ces personnes doivent également s'abstenir de toute transaction d'achat, de vente ou d'une autre nature, autre qu'une participation dans des organismes de placement collectif diversifiés, y compris des fonds gérés tels que des fonds de pension ou des assurances sur la vie portant sur un instrument financier émis, garanti ou autrement soutenu par une entité notée relevant de leur responsabilité analytique première. Elles ne peuvent pas participer à l'établissement d'une notation de crédit si elles détiennent des instruments financiers de l'entité notée ou des instruments financiers d'une entité liée à l'entité notée ou si elles ont été récemment liées à l'entité notée par un contrat de travail, une relation professionnelle ou une autre relation susceptible de générer un conflit d'intérêts.

Les personnes liées aux activités de notation sont soumises à des règles en matière de confidentialité. Ceci implique que les agences doivent s'assurer que les personnes impliquées dans le processus de notation prennent les mesures raisonnables pour se protéger de toute fraude concernant leurs documents, ne divulguent aucune information sauf à l'entité notée (ou au tiers lié), ne partagent pas d'informations confidentielles et n'utilisent ni ne partagent aucune information confidentielle aux fins de la négociation d'instruments financiers.

- *La rotation des analystes et personnes chargées d'approuver les notations*

La prévention contre les conflits d'intérêts passe par l'instauration d'un système de rotation des analystes et des personnes chargées d'approuver les notations.

Il appartient aux agences de mettre en place ce mécanisme, sur une base individuelle et non par équipe. Les cycles de rotation diffèrent selon le poste occupé dans l'équipe d'analyse. Ainsi, les analystes en chef ne peuvent être associés à la même entité notée pendant plus de 4 ans tandis que pour les analystes de notation et les personnes approuvant les notes, ces cycles sont respectivement de 5 et 7 ans. Par ailleurs, ces personnes ne peuvent être réaffectées à des activités de notation sur les mêmes entités pendant deux ans à compter de la fin de ces périodes.

- *L'encadrement de la fourniture de « services accessoires »*

Une agence de notation fournissant des services autres que la notation de crédit doit s'assurer que cela ne génère pas de conflits d'intérêts avec ses activités de notation de crédit. Ainsi, elle doit s'assurer que les analystes de notation ou les personnes qui approuvent les notations n'émettent pas de propositions ou de recommandations concernant la conception d'instruments financiers structurés. Elle doit également concevoir ses canaux de déclaration et de communication de manière à garantir l'indépendance des personnes impliquées dans la notation par rapport aux autres activités de l'agence à titre commercial.

Les rapports finaux de notation doivent indiquer les services accessoires qui ont été fournis à l'entité notée ou à tout tiers lié. Ceci doit permettre de contrôler l'indépendance des diverses activités de l'agence.

- *L'encadrement de l'émission des notations lorsqu'un lien existe entre l'agence et l'entité notée*

Une notation de crédit est potentiellement affectée dès que l'agence de notation détient des titres émis par l'entité notée, lorsqu'il existe une relation de contrôle entre l'agence et l'entité notée, dès qu'un employé de l'agence est membre du conseil d'administration de l'entité notée ou lorsqu'un lien quelconque existe entre un analyste et l'entité notée. Dès lors qu'un tel conflit apparaît, l'agence de notation doit s'abstenir de publier sa notation et procéder à une nouvelle notation ou retirer la notation de crédit existante.

2.1.2. Le contrôle interne

Les agences de notation sont tenues de mettre en place des fonctions de conformité et de réexamen des méthodes.

- Les agences de notation doivent mettre en place une *fonction de vérification de la conformité*. Celle-ci opère en toute indépendance. Elle contrôle le respect des obligations qui incombent à l'agence et à ses

salariés, conseille et assiste ceux-ci. Par le biais de son responsable, elle rend compte aux instances dirigeantes et aux membres indépendants du conseil d'administration ou de surveillance.

L'agence doit veiller à ce que la fonction de conformité dispose de l'autorité, des ressources et de l'expertise adéquates pour remplir ses missions ainsi qu'à l'existence d'un responsable de la conformité qui vérifie la mise en place des procédures et des politiques adéquates permettant de respecter les obligations qui découlent du règlement.

Afin d'assurer l'indépendance de cette fonction, les personnes qui participent à la vérification de la conformité n'interviennent pas dans la réalisation des activités de notation. De même, la rémunération du responsable de la conformité ne doit pas être liée aux performances commerciales. Dans cette même optique, le responsable de la conformité veille à ce que tout conflit d'intérêts au sein de la fonction soit détecté et éliminé.

Une personne estimant qu'une irrégularité a été commise doit immédiatement en informer le responsable de la vérification de la conformité. Pour assurer l'efficacité de cette disposition, il est prévu qu'une telle initiative ne peut avoir de conséquence sur cette personne.

- Les agences de notation doivent également mettre en place une *fonction de réexamen interne* qui est chargée de revoir périodiquement les méthodes, les modèles et les principales hypothèses de notation de l'agence ainsi que les modifications importantes qui y sont apportées, notamment lorsqu'il est envisagé de les utiliser pour l'évaluation de nouveaux instruments financiers.

Cette fonction est indépendante des activités de notation et son responsable rend compte aux membres du conseil d'administration.

- La surveillance des agences de notations exige une conservation des documents relatifs à leurs activités. Toute agence doit donc établir un relevé adéquat de ses activités, selon les dispositions du règlement.

2.1.3. Les relations commerciales

L'activité de notation ne devant être affectée par aucune relation commerciale, une agence de notation ne peut fournir de services de consultant ou de conseil à une entité qu'elle note ou à un tiers lié sur leur structure sociale ou juridique, leurs actifs, passifs ou leurs activités.

Cependant, une agence peut fournir des services autres que l'émission de notes (services accessoires) tels que des prévisions de marché, des estimations de l'évolution économique, des analyses de prix et d'autres analyses de données générales, et les services de distribution liés à ces activités. Elle doit s'assurer que la fourniture de ces services ne génère pas de conflit d'intérêts avec ses activités de notation et indique dans son rapport final de notation les services fournis à l'entité notée.

2.2. Les règles relatives à la qualité des notations de crédit

L'agence doit disposer de ressources appropriées pour garantir la continuité et la régularité de ses activités. Pour assurer la qualité des notations de crédit, elle doit appliquer des méthodes de notation prédéfinies ce qui doit favoriser un bon suivi des notations.

2.2.1. Ressources financières et humaines

Toute personne physique dont les services sont mis à disposition ou placés sous le contrôle d'une agence de notation et qui est directement associée aux activités de notation de crédit doit disposer d'une connaissance et d'une expérience appropriées au regard des tâches qui lui sont imposées.

Les agences de notation peuvent avoir recours à l'externalisation, c'est-à-dire faire appel à des prestataires externes pour mener à bien leur activité de notation. Cette externalisation de fonctions opérationnelles ne doit pas porter matériellement atteinte à la qualité du contrôle interne de l'agence de

notation de crédit ni à la possibilité pour l'autorité compétente de contrôler le respect, par l'agence de notation de crédit, des obligations qui lui incombent en vertu du règlement.

2.2.2. Les règles encadrant le processus de notation

Les agences sont tenues d'adopter et de mettre en œuvre les mesures nécessaires pour veiller à ce que les notations de crédit qu'elles émettent soient fondées sur une analyse approfondie de toutes les informations dont elles disposent et qui sont pertinentes pour leur analyse au regard de leurs méthodes. Elles doivent vérifier que les informations utilisées sont de qualité suffisante et proviennent de sources fiables.

Les analystes, chefs de comité de notation ainsi que les personnes chargées d'approuver les notes doivent avoir les compétences requises pour exercer une telle responsabilité. De même, les fournisseurs de données utilisées pour la notation doivent être sélectionnés pour assurer la fiabilité des sources. Une agence doit s'abstenir d'émettre une note ou doit retirer sa notation existante si l'absence de données fiables, la complexité d'un produit ou la qualité insuffisante de l'information disponible mettent en doute la capacité de l'agence à émettre une notation de crédit crédible.

Les agences doivent utiliser des méthodes de notation rigoureuses, systématiques, sans discontinuité et pouvant être validées y compris sur la base de données historiques et de contrôles a posteriori. Lorsqu'une agence utilise une note existante établie par une autre agence (concernant des actifs sous-jacents ou des instruments financiers structurés), elle ne refuse pas de noter une entité ou un instrument financier au motif qu'une portion de cette entité ou de cet instrument financier a déjà été notée par une autre agence.

2.2.3. Les règles relatives au contrôle des notations

L'élaboration et le suivi de méthodes prédéfinies lors de la réalisation des notations font l'objet d'un réexamen des notes et des méthodes par les agences. Ce réexamen se fait de façon continue et au moins annuellement, en particulier lorsqu'interviennent des modifications substantielles qui pourraient avoir des incidences sur une note. Les agences doivent mettre en place des procédures internes pour suivre l'impact de l'évolution de la conjoncture macroéconomique et des marchés financiers sur les notes.

Une agence qui modifie les méthodes, modèles ou principales hypothèses doit publier la gamme de notation affectée, réexaminer les notes affectées dans les meilleurs délais, et au plus tard dans les 6 mois, ainsi que procéder à une nouvelle notation s'il ressort de l'examen que les notes sont affectées.

Le contrôle des notations passe aussi par une vérification a posteriori du travail effectué par un analyste qui mettrait fin à son contrat de travail pour rejoindre une entité notée ou un établissement financier auquel il a eu affaire dans le cadre de ses activités de notation. L'agence doit vérifier le travail qu'il a effectué au cours des deux dernières années ayant précédé son départ.

Les agences de notation doivent aussi consigner tous les cas dans lesquels, dans leur processus de notation, elles s'écartent des notations existantes, établies par une autre agence de notation, concernant des actifs sous-jacents ou des instruments financiers structurés, et elles fournissent une justification de cette différence d'évaluation.

2.3. les règles relatives à la transparence

Conformément au souci de transparence qui a présidé à l'adoption du Règlement Agences, les agences de notation sont soumises à l'obligation de publier de nombreux documents relatifs à la notation. En plus d'une obligation de publication générale et périodique concernant les agences elles-mêmes, le règlement détaille les documents qui doivent être publiés relativement à l'activité de notation. Il précise notamment les exigences supplémentaires encadrant la publication de notations concernant des instruments financiers structurés.

Il a été prévu que l'agence informe l'entité notée, au moins 12h avant la publication, du résultat de la notation ainsi que des motifs essentiels de la note, afin que l'entité notée ait la possibilité de signaler à l'agence toute erreur matérielle.

Les agences doivent publier toute notation et toute décision d'interrompre une notation avec ses motivations. Les publications par abonnement doivent également contenir ces informations.

Toute modification importante apportée aux données publiées doit être rendue publique de même que la gamme de notation affectée par ces modifications.

Pour compléter ce dispositif visant la transparence, l'agence doit publier un rapport de transparence annuel. Celui-ci doit comprendre des informations sur sa structure juridique et la détention de son capital ainsi que sur les obligations nouvellement créées par le règlement en matière d'organisation, de contrôle interne et d'archivage.

Publications

Documents et informations concernés :

Les agences doivent rendre publics :

- les conflits d'intérêts réels et potentiels ;
- la liste des services accessoires qu'elles fournissent ;
- leur politique en matière de publication ;
- la nature de leur régime de rémunération ;
- les méthodes et les descriptions des modèles et des principales hypothèses de notation ;
- leur code de conduite ;
- les politiques et les procédures qu'elles appliquent en matière de notation non sollicitée ;
- le nom des entités notées ou tiers lié générant plus de 5% du chiffre d'affaires annuel de l'agence.

Par ailleurs, toute notation de crédit doit clairement et visiblement indiquer :

- le nom et la fonction de l'analyste de notation en chef ainsi que ceux de la personne ayant approuvé la note ;
- toutes les sources utilisées pour sa préparation ainsi que si la note a été communiquée à l'entité notée et si elle a ensuite été modifiée ;
- la ou les méthodologies utilisées et les éventuelles déviations par rapport aux méthodes, avec une description complète ;
- l'explication de la signification de chaque catégorie de notation, la définition des notions de défaut et de rétablissement ainsi que tout avertissement sur les risques et une analyse de la sensibilité aux risques des principales hypothèses de notation ;
- les dates de la 1^{ère} notation et d'actualisation ;
- si la notation concerne un instrument nouvellement émis et s'il s'agit d'une première notation par l'agence.

Les agences doivent communiquer au registre central de l'AMF les données relatives à leur performance passée ainsi que les informations relatives aux notations de crédit émises dans le passé et à leurs modifications.

Informations devant être publiées régulièrement par l'agence :

- tous les six mois, les données concernant les taux de défaut historiques de ses catégories de notation en distinguant les principales zones géographiques des émetteurs et en indiquant, le cas échéant, l'évolution dans la durée de ces taux de défaut ;
- tous les ans la liste des 20 plus gros clients et une liste des clients dont la contribution au taux de croissance du chiffre d'affaire généré au cours du précédent exercice a dépassé, d'un facteur supérieur à une fois et demi, le taux de croissance de l'ensemble du chiffre d'affaire de l'agence de notation de crédit.

Règles générales de publication :

La publication se fait par des communiqués de l'agence ou en facilitant la consultation des informations sur le site internet de l'agence.

L'agence doit indiquer clairement et visiblement :

- sa satisfaction quant à la fiabilité de la note et la qualité de l'information utilisée ;
- les limites éventuelles des notations de crédit portant sur un type d'entité ou d'instrument pour lequel il y a peu de données historiques ;
- dans le cas où la notation publiée n'est pas sollicitée, si l'entité notée a participé ou non au processus de notation, et si l'agence a eu accès aux comptes et documents pertinents.

Obligations complémentaires pour les instruments financiers structurés

L'agence doit différencier les catégories de notation pour les instruments financiers structurés par un symbole supplémentaire et indiquer :

- toutes les informations concernant l'analyse des pertes et des flux de trésorerie qu'elle a effectuée ou sur laquelle elle se fonde ainsi qu'une indication de tout changement attendu de la notation de crédit ;
- le niveau auquel elle a évalué les procédures de saine diligence mises en œuvre à l'échelon des instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments financiers structurés ;
- si l'agence de notation a procédé elle-même à une évaluation de ces procédures de saine diligence ou si elle s'est appuyée sur l'évaluation d'un tiers et comment les conclusions de cette évaluation ont influencé sa notation de crédit ;
- des explications quant aux hypothèses, paramètres, limites et incertitudes qui entourent les modèles et les méthodes de notation que l'agence a utilisés pour cette notation, y compris les simulations de crise qu'elle a effectuées lors de son établissement.

Une agence de notation de crédit doit publier de façon permanente des informations sur tous les produits financiers structurés soumis à leur première évaluation ou à une notation préliminaire. Cette publication est effectuée que les émetteurs concluent ou non un accord avec l'agence de notation de crédit pour une notation définitive.

Illustration du régime de certification : l'agence japonaise certifiée par l'AMF

L'AMF était la seule Autorité compétente pour l'instruction de la demande de certification de l'agence japonaise Japan Credit Rating Agency, Ltd (ci-après « JCRA ») dans l'Union européenne.

Dans une première phase, les services ont vérifié le caractère complet de la demande de certification transmise par l'agence japonaise au CESR le 7 septembre 2010. Dans une deuxième phase, les services de l'AMF ont procédé à l'instruction de la conformité de la demande de certification de JCRA au RE, qui reposait sur les critères énoncés à l'article 5.1 du RE¹⁴. Cet examen faisait ressortir que les conditions requises dans l'article 5.1 étaient réunies dans la demande de JCRA :

- JCRA a été enregistrée au Japon par la Financial Services Agency of Japan (JFSA) le 30 septembre 2010, et est soumise à une surveillance par la JFSA, conformément à l'article 5.1 a) ;
- La Commission européenne a adopté une décision d'équivalence des réglementations européenne et japonaise, conformément à l'article 5.1 b) ;
- Des accords de coopération entre l'Autorité des marchés financiers (AMF) et la JFSA sont opérationnels, conformément à l'article 5.1 c), depuis le 3 décembre 2010 ;
- Les notations émises par l'agence de notation et ses activités de notation ne présentent pas une importance systémique pour les marchés financiers de l'Union européenne, conformément à l'article 5.1 d), sachant que JCRA émet un total de 47 notations de crédit sur des entités européennes (parmi lesquelles 11 notations « corporate » et 36 notations « souveraines et organismes publics »).
- JCRA a procédé à une demande de certification, conformément à l'article 5.1 e).

JCRA a sollicité une demande d'exemption aux exigences du RE liées à l'article 7, paragraphe 4¹⁵, qui concernent les mécanismes de rotation des analystes et des personnes chargées d'approuver les notations.

Or il est précisé que la réglementation japonaise autorise deux mécanismes de rotation : la rotation des membres du comité de notations ou la rotation des analystes (seul système admis dans le RE). Au Japon, JCRA a opté pour la rotation des membres du comité de notations, mécanisme autorisé par la JFSA et n'a donc pas déposé de demande d'exemption à cette règle lors de son enregistrement. JCRA a fourni un argumentaire pour expliquer que la rotation des membres du comité de notations était mieux adaptée à la structure de son agence que la rotation des analystes, du fait notamment de sa taille moyenne. Les services ont estimé que ces arguments étaient fondés, du fait de la taille de l'agence japonaise et du caractère non-systémique de ses notations, sachant que la Commission, dans son avis d'équivalence, a estimé que le cadre législatif du Japon était équivalent à la réglementation européenne.

En conséquence, l'Autorité des marchés financiers a accordé, le 6 janvier 2011, la certification à l'agence japonaise JCRA en application des dispositions du RE. L'Autorité des marchés financiers a également accordé l'exemption sollicitée par JCRA aux exigences énoncées à l'article 7, paragraphe 4 du Règlement Agences.

¹⁴ Règlement Agences Article 5 paragraphe 1 « Les notations de crédit qui portent sur des entités établies dans des pays tiers ou des instruments financiers émis dans des pays tiers et qui sont émises par une agence de notation de crédit établie dans un pays tiers, peuvent être utilisées dans la Communauté conformément à l'article 4, paragraphe 1, sans être évaluées conformément à l'article 4, paragraphe 3, à condition :

- que l'agence de notation de crédit soit agréée ou enregistrée et soit soumise à une surveillance dans ce pays tiers ;
- que la Commission ait adopté une décision d'équivalence conformément au paragraphe 6 du présent article, reconnaissant le cadre juridique et le dispositif de surveillance d'un pays tiers comme étant équivalent aux exigences du présent règlement ;
- que les accords de coopération visés au paragraphe 7 du présent article soient opérationnels ;
- que les notations de crédit émises par l'agence de notation de crédit et ses activités de notation de crédit ne présentent pas une importance systémique pour la stabilité financière ou l'intégrité des marchés financiers d'un ou de plusieurs Etats membres ; et
- que l'agence de notation de crédit soit certifiée conformément au paragraphe 2 du présent article. »

¹⁵ Règlement Agences Article 7 paragraphe 4 « Les agences de notation de crédit instaurent un mécanisme approprié de rotation progressive pour les analystes de notation et les personnes chargées d'approuver les notations au sens de l'Annexe I, section C. Cette rotation est effectuée par étapes, sur une base individuelle, plutôt qu'en soumettant une équipe complète à la rotation. »

Conditions de l'endossement

L'endossement est le régime qui s'applique aux notations émises par des agences situées dans des pays tiers. Plus précisément, l'endossement est applicable si le groupe a une présence en Europe¹⁶. Il fonctionne d'après les principes suivants :

- Des notations endossées doivent être placées sous la responsabilité d'une agence de notation de crédit enregistrée dans l'UE, pour autant que certaines conditions soient satisfaites (*cf. infra*). Deux cas se présentent à ce jour :
 - Pour les agences existantes ayant déposé un dossier au plus tard le 7 septembre 2010, la procédure d'endossement ne commencera qu'à la date de leur enregistrement. En attendant toutefois, les notations en provenance de pays tiers que les agences souhaiteraient endosser, bénéficient - au même titre que les notations produites en Europe - d'une clause de grand-père pour leur utilisation à des fins réglementaires jusqu'à la décision relative à l'enregistrement¹⁷ ;
 - Pour les agences nouvelles souhaitant déposer un dossier d'enregistrement depuis cette date, aucune clause n'est prévue quant à la possibilité d'utiliser leurs notations à des fins réglementaires¹⁸.
- Les conditions d'endossement par une agence enregistrée en Europe sont énumérées par le règlement Agences en vigueur et ont été précisées par des *guidelines* publiées par l'AEMF le 18 mai 2011. Conformément à celles-ci, il doit exister dans le pays d'origine, c'est-à-dire le pays de l'agence de notation qui émet la note, un cadre législatif et réglementaire aussi strict que celui de l'UE. En pratique, les agences ont la charge de démontrer au régulateur européen qu'elles sont soumises à un tel cadre. L'approche pour juger du degré relatif d'exigence du cadre réglementaire étranger restera flexible. Il ne faut pas nécessairement être équivalent pour être jugé « aussi strict »¹⁹.
- Ainsi, une décision officielle de la Commission Européenne (« CE ») sur l'« équivalence » réglementaire n'est pas obligatoire pour l'endossement - mais si elle existe, une telle décision facilitera évidemment la démonstration à la charge de l'agence de notation. L'évaluation d'équivalence réglementaire porte en effet sur l'ensemble des conditions réglementaires d'encadrement de l'émission de notation (art. 6 à 12) mais aussi sur le dispositif corollaire des pouvoirs de coercition. De façon plus limitée, pour les besoins du régime d'endossement, le périmètre des règles évaluées pour déterminer le caractère « aussi strict » de l'environnement légal est moins étendu que celui pour déterminer l'équivalence. Seules les obligations législatives et réglementaires de production de notation (art. 6 à 12) à laquelle doit être soumise l'agence implantée en pays tiers (art. 4.3 (b)) sont prises en considération.
- Pour endosser, outre la condition de l'environnement légal décrite ci-dessus, d'autres obligations doivent être satisfaites :
 - l'agence implantée dans l'UE et endossant les notations de pays tiers d'une entité du même groupe est responsable de ces notations, et notamment elle transmet toutes les informations nécessaires au sens du règlement Agences à son régulateur,
 - l'agence justifie de raisons objectives pour l'implantation en pays tiers,
 - l'agence y est soumise à supervision effective - étant entendu que le régulateur tiers, au même titre que le régulateur européen, ne doit pas avoir d'interférence avec le contenu des méthodes et des notations,
 - l'AEMF a la possibilité d'évaluer et de vérifier les pratiques de ladite agence en pays tiers et en particulier pour ce faire, un accord de coopération pour l'échange d'information et la coordination de la surveillance existe entre l'AEMF et le pays tiers (sous la forme de « *Memorandum of understanding* » (« MoU ») par exemple).

Pour éviter toute discontinuité brutale, le règlement Agences en vigueur prévoit un moratoire de trois mois à partir du refus d'endossement qui sera applicable pour l'utilisation réglementaire des notations qui seraient déclarées non-endossables. Aux termes du règlement Agences révisé, ce délai pourrait être prorogé par l'AEMF d'une nouvelle période de 3 mois²⁰.

¹⁶ A contrario, le régime dit de « certification » s'applique pour les notes produites par de petites agences de pays tiers qui ne sont pas implantées dans l'UE et ne sont pas systémiques pour le marché européen (*cf.* « Illustration du régime de certification : l'agence japonaise certifiée par l'AEMF »).

¹⁷ En complément, une fois enregistrées, si les agences souhaitent endosser des notations de pays supplémentaires au fil du temps, il sera nécessaire pour elle de faire part à leur Régulateur, l'AEMF, des nouvelles circonstances (en tant que changement matériel) qui les motivent. (De même, aucune clause n'est a priori prévue en ce cas pour permettre l'utilisation de telles notations à des fins réglementaires avant que toutes les conditions applicables, telle que l'existence d'un MoU, ne soient remplies).

¹⁸ En complément, une fois enregistrées, si les agences souhaitent endosser des notations de pays supplémentaires au fil du temps, il sera nécessaire pour elle de faire part à leur Régulateur, l'AEMF, des nouvelles circonstances (en tant que changement matériel) qui les motivent. (De même, aucune clause n'est a priori prévue en ce cas pour permettre l'utilisation de telles notations à des fins réglementaires avant que toutes les conditions applicables, telle que l'existence d'un MoU, ne soient remplies).

¹⁹ AEMF, Communiqué de presse, 18 mai 2011, « *ESMA issues Guidelines on endorsement and clarifies the use for regulatory purposes of credit ratings issued outside the European Union after 6 June 2011* » <http://www.cesr.eu/index.php?docid=7589>

²⁰ *Ibid.*

PARTIE III : LA NOTATION DE CREDIT

La perception du risque de crédit en France, et plus largement en Europe, a connu des évolutions très contrastées depuis fin 2009. D'un côté, l'augmentation du risque souverain en lien avec la dégradation des finances publiques observée dans de nombreux pays de la zone euro s'est traduite par une augmentation de la fréquence et de l'ampleur des dégradations de notes des Etats de la part des agences. Elle a également pesé sur le secteur bancaire européen déjà fragilisé par la crise financière, en raison notamment du poids des titres de la dette publique dans les bilans bancaires. D'un autre côté, les signes de reprise de l'activité mondiale ont contribué à une relative normalisation sur le marché du crédit pour les entreprises, illustrée par une grande stabilité des notations et par une diminution des dégradations relativement aux rehaussements, bien que celles-ci restent prédominantes. Cette tendance s'est toutefois conjuguée à un essor des émissions de dette risquée qui est restée attractive en termes de rendement dans un contexte de taux d'intérêt faibles. Parallèlement, l'essor des émissions non notées observé avec la crise ne s'est pas confirmé en France. Si l'accès à l'endettement de marché sans recours à la notation de crédit par les émetteurs reste possible, il reste néanmoins réservé à des émissions occasionnelles.

1. L'augmentation du risque souverain en Europe et son impact sur le secteur bancaire

Depuis l'automne 2009, l'augmentation du risque souverain en lien avec la dégradation des finances publiques observée dans de nombreux pays est au cœur des problématiques liées au marché de la dette en Europe (tableau 1).

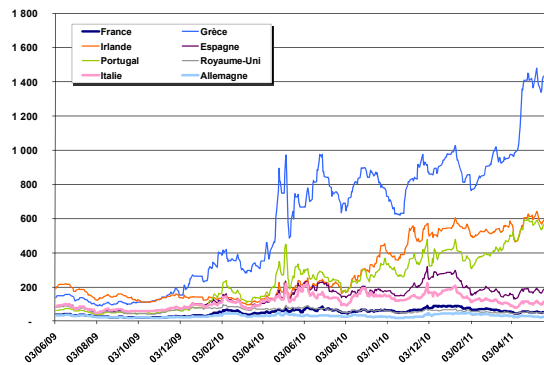
Tableau 1 : Dettes publiques en circulation (milliards de dollars), primes de CDS (en points de base), notation des dettes souveraines et indicateurs macroéconomiques au 06/06/2011

Pays	CDS 5 ans (pb)	Var. depuis début 2011 (pb)	Var. sur un an (pb)	Note S&P	Note Moody	Note Fitch	Outlook S&P	Outlook Moody	Outlook Fitch	Dettes (Mds \$)	Dettes/PIB (%)	Def /PIB (%)	Var. PIB sur un an (%)
Grèce	1 393	383	620	B	Caa1	B+	NEG	NEG	NEG	497 593	144	-10,5	-4,8
Portugal	674	173	316	BBB-	Baa1	BBB-	NEG	NEG	NEG	219 779	83	-9,1	-1,0
Irlande	651	43	371	BBB+	Baa3	BBB+	STABLE	NEG	NEG	143 168	94	-32,4	-0,7
Espagne	241	-109	-32	AA	Aa2	AA+	NEG	NEG	NEG	941 754	63	-9,2	-0,7
Islande	216	-49	-132	BBB-	Baa3	BB+	NEG	NEG	STABLE	17 778	124	0,6	0,8
Italie	150	-89	-99	A+	Aa2	AA-	NEG	STABLE	STABLE	2 333 397	118	-4,6	0,8
Belgique	134	-88	-1	AA+	Aa1	AA+	NEG	STABLE	NEG	460 161	99	-4,1	1,0
Japon	87	15	-12	AA-	--	AA	NEG	NEG	NEG	11 201 812	226	-7,3	1,1
France	67	-41	-30	AAA	Aaa	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	1 901 257	84	-7,0	1,8
Nv-Zélande	60	0	-9	AA+	Aaa	AA+	NEG	STABLE	NEG	51 881	26	3,1	2,2
Autriche	60	-41	-50	AAA	Aaa	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	277 361	70	-4,6	1,9
Royaume-Uni	56	-18	-38	AAA	Aaa	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	1 747 544	77	-10,4	2,7
Australie	49	-1	-10	AAA	Aaa	AA+	STABLE	STABLE	STABLE	207 605	22	-0,4	3,0
Etats-Unis	49	7	1	AAA	--	AAA	NEG	STABLE	STABLE	9 322 508	59	-9,4	3,0
Hong-Kong	45	0	-13	AAA	Aa1	AA+	STABLE	POS	STABLE	92 823	18	-1,9	3,1
Allemagne	37	-22	-12	AAA	Aaa	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	1 827 361	79	-3,3	3,2
Suisse	31	-9	-27	AAA	--	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	116 200	38	1,3	3,3
Danemark	30	-16	-20	AAA	Aaa	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	157 357	47	-2,7	4,9
Finlande	29	-5	-7	AAA	Aaa	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	103 591	45	-2,5	5,2
Pays-Bas	29	-34	-28	AAA	--	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	446 924	65	-5,4	4,2
Suède	24	-11	-22	AAA	Aaa	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	159 737	41	0,0	7,2
Norvège	16	-8	-14	AAA	Aaa	AAA	STABLE	STABLE	STABLE	85 921	48	9,5	7,3

Source : Bloomberg

La perception du risque sur le marché de la dette souveraine peut en premier lieu être appréhendée par l'analyse des primes de *Credit default swap*, qui mesurent le coût de la protection sur ce marché. Depuis fin 2009, ces primes de risque ont fortement augmenté dans certains pays périphériques de la zone euro où la dégradation des finances publiques a nourri les doutes sur la solvabilité des Etats et ce, en dépit des interventions massives et répétées des pouvoirs publics (FMI, BCE, Commission européenne). Entre la fin 2009 et début juin 2011, les primes de CDS à 5 ans sur la dette grecque se sont accrues de 1 400 points de base à plus de 1 600 points de base, compromettant ainsi très largement l'accès de l'Etat grec aux marchés pour se refinancer (graphique 1). Les primes de CDS font aussi clairement apparaître une hiérarchie implicite des pays considérés par les investisseurs comme les plus exposés à une crise de confiance, au premier rang desquels figure la Grèce, suivie par le Portugal et l'Irlande, l'Espagne puis l'Italie. Pour autant, ces primes de risque ont connu dans le même temps des fluctuations de grande ampleur, à la hausse comme à baisse (les primes sur la dette grecque à 5 ans ont ainsi enregistré à plusieurs reprises des variations infra-mensuelles de plus de 400 points de base) qui traduisent l'incertitude croissante quant à l'appréciation des risques.

Graphique 1 : Evolution des primes de CDS à 5 ans sur les dettes souveraines

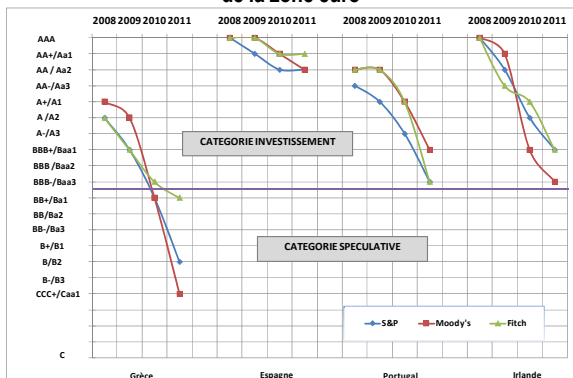


Source : Datastream. Dernière observation : 03/06/2011

De leur côté, les agences de notation ont procédé à plusieurs vagues de dégradations depuis fin 2009. La première date du printemps 2010 concomitamment à la publication par Eurostat de la révision à la hausse des estimations du déficit public grec pour 2009 (à 13,6% du PIB) qui a notamment abouti à la dégradation fin avril 2010 de la note de ce pays en catégorie spéculative par Standard & Poor's, bientôt suivi en cela par les autres agences de notation Moody's et Fitch. Si la mise en place d'un plan d'aide international, avec notamment la création du Fonds de Stabilité Européen, a permis de répondre aux besoins de refinancement à court terme de l'Etat grec, elle n'est cependant pas parvenue à calmer les inquiétudes concernant la capacité de la Grèce, mais également d'autres Etats de la zone euro, à restaurer l'équilibre des finances publiques. De fait, la crise irlandaise et portugaise tout comme le risque de contagion à d'autres pays de la zone euro, comme l'Espagne voire l'Italie, ont conduit les Etats de l'Union européenne à envisager de nouveaux plans de soutien, en faveur notamment de l'Irlande fin novembre 2010, du Portugal en avril 2011 et de la Grèce en mai 2011. Ces crises se sont traduites par deux nouvelles vagues de dégradations pour ces pays, en fin d'année 2010 tout d'abord, puis au printemps 2011. Début juin, la Grèce se rapprochait dangereusement d'une note proche du défaut, tandis que l'Irlande et le Portugal étaient notés par au moins une des agences de notation au plus bas de la catégorie investissement. La note de ces pays, mais également de celle de la Belgique était en outre assorties d'une perspective négative.

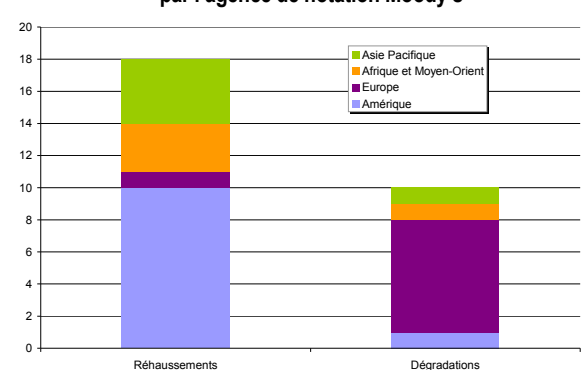
Une caractéristique des actions de notation dans la zone euro depuis la fin 2009 est l'augmentation de la fréquence et de l'ampleur des changements de note. Au 1^{er} juin 2011, Moody's a ainsi dégradé la note de la Grèce à deux reprises depuis le début de l'année -autant que sur l'ensemble de l'année 2010- de six crans au total. En moins de deux ans, ce pays aura vu sa note dégradée de onze crans par cette même agence (graphique 2).

Graphique 2 : Evolution de notes de crédit d'Etats souverains de la zone euro*



Source : Agences. Dernière observation le 3 juin 2011
Note : * Données fin d'années pour la période 2008-2010.

Graphique 3 : Changements de notations d'émetteurs souverains par l'agence de notation Moody's



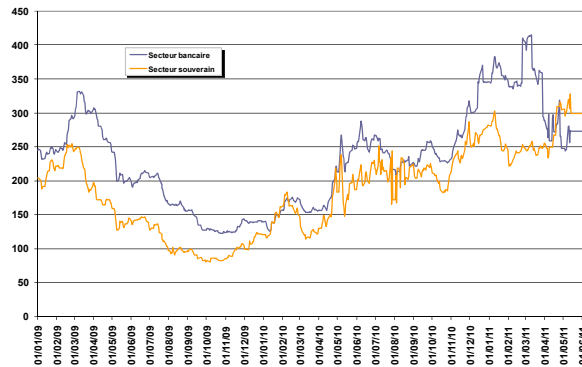
Source : Moody's

L'évolution des actions de notation souveraine en zone euro a contrasté avec les tendances observées dans d'autres zones géographiques. Alors qu'en zone euro, les dégradations ont dépassé les rehaussements en 2010, l'agence Moody's a procédé au niveau mondial à deux fois plus de rehaussements de notation que de dégradations, ces dernières étant essentiellement intervenues en Europe (graphique 3). A l'inverse, les rehaussements de notation ont été principalement enregistrés dans les régions d'Asie et d'Amérique latine, qui ont bénéficié de la vigueur de l'activité des économies chinoise et brésilienne.

D'une manière générale, les agences de notation ont insisté sur des facteurs structurels et/ou de moyen terme à l'origine de leur action (notation « through the cycle » et non « point in time »), afin de faire face à la critique récurrente relative à la pro-cyclicité de leur action qui leur est adressée depuis l'éclatement de la crise du subprime. Il demeure que l'augmentation de la volatilité et de l'ampleur des changements de note, du moins en Europe, ne peut que relancer les débats sur la référence à la notation comme mesure du risque et la problématique de la dépendance aux notations.

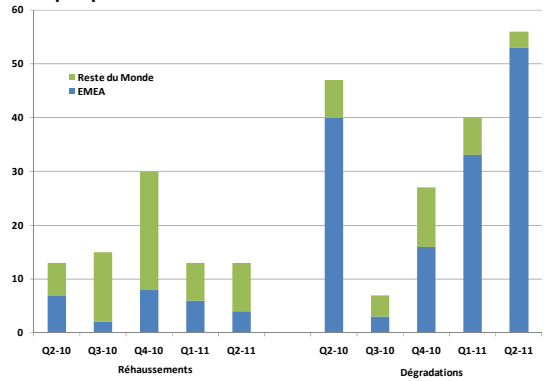
La hausse du risque souverain a lourdement pesé en 2010 sur le secteur bancaire européen déjà fragilisé par la crise financière, en raison notamment du poids des titres de la dette publique dans les bilans bancaires. De fait, les primes de risque bancaires ont évolué en liaison très étroite avec les *spreads* souverains tout au long de l'année 2010, atteignant des niveaux historiquement élevés (graphique 4). Cette tendance s'est traduite par un écart significatif entre les notations attribuées par les agences de notation – en dépit des dégradations de note réalisées par les agences en Europe (graphique 5) – et celles que l'on pourrait déduire des *spreads* de marché (graphique 6).

Graphique 4 : Spreads en zone euro par secteur (points de base)



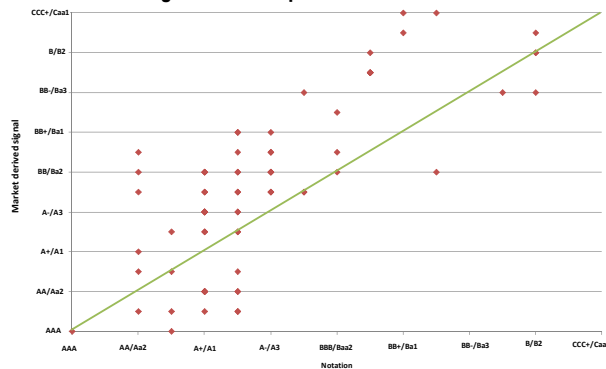
Source : Datastream. Dernière observation : 03/06/2011

Graphique 5 : Actions de notation dans le secteur bancaire



Source : S&P. Dernière observation : 06/06/2011

**Graphique 6 : Notations de crédit et notations implicites
Market Derived Signals de banques de la zone EMEA au 06/06/2011**



Source : S&P

2. L'évolution de la notation de crédit d'entreprise en France

Le nombre d'entités françaises notées par au moins une des trois agences implantées en France (Fitch, Moody's et Standard & Poor's) s'est inscrit en baisse en 2010, passant de 331 à 318 entre fin 2009 et fin 2010²¹. La plupart d'entre elles sont des banques et, dans une moindre mesure, des entreprises industrielles (tableau 3). Cette prépondérance du secteur bancaire reflète d'une part le poids traditionnellement important des institutions financières sur le marché de la dette en France et, d'autre part, le nombre élevé de filiales notées au sein de grands groupes bancaires²².

Tableau 3 : Nombre de sociétés françaises notées par secteur d'activité à fin 2010

	Nombre	%
Assurance	28	9%
Banque	158	50%
Industrie	91	28%
Secteur public	41	13%
Total général	318	100%

Sources : Agences

Comme le soulignaient les rapports précédents, la notation n'est pas liée de manière systématique à un recours au marché. De fait, seule la moitié des entités notées fin 2010 avait au moins un emprunt en cours de vie en mai 2011. Néanmoins, on constate toujours un lien entre l'endettement sur les marchés et la multi-notation : les deux tiers des émetteurs ayant un emprunt en vie sont multi-notés tandis que le reste de l'échantillon est mono-noté dans près de 80 % des cas (tableau 4).

Tableau 4 : Nombre de notations et recours au marché des sociétés à fin 2010

Nombre de notations	Nombre d'entités	Pas de recours au marché	Entités ayant un emprunt en vie	Total	Encours (milliards d'euros)
1	176	78%	33%	55%	96
2	89	19%	37%	28%	393
3	53	3%	31%	17%	642
Total	318	100%	100%	100%	1 131

Source : Agences

Les notes attribuées par les différentes agences sont relativement convergentes. Sur les 142 émetteurs multi-notés fin 2010, un peu plus de la moitié (54 %) faisaient l'objet d'écarts de notation, ces derniers étant alors généralement de faible ampleur (un cran dans les deux tiers des cas).

La perception du risque de crédit s'est améliorée en ce qui concerne les entreprises

Le taux de stabilité des notations est apparu particulièrement élevé en 2010, puisque près de 70 % des 331 émetteurs français notés en début d'année n'ont connu aucun changement de note au cours de la période. Ceci témoigne d'une relative normalisation sur le marché du crédit et d'une amélioration du climat conjoncturel, bien que le nombre de sociétés ayant connu une dégradation d'au moins une de leur note sur l'année soit resté supérieur au nombre d'entités ayant connu un rehaussement²³. Du reste, l'ampleur des changements de notes s'est avérée très limitée, à savoir un cran dans 90 % des cas. Enfin, une vingtaine d'émetteurs, soit 6 % de l'échantillon, n'étaient plus notés par aucune des trois agences fin 2010²⁴.

Les tendances observées en France semblent en ligne avec celles enregistrées au niveau européen, voire mondial. Ainsi, le taux de stabilité de notation chez Standard & Poor's a avoisiné 75 % en Europe en 2010, contre moins de 64 % en 2009, tandis que le rapport entre les dégradations de note et les rehaussements

²¹ Les résultats de cette étude ne sont pas directement comparables à ceux des rapports annuels précédents. En effet, ces derniers reposaient sur des données fournies par les agences de notation sur une base déclarative susceptibles de comprendre des notes non publiques, contrairement à l'étude présentée ici.

²² A l'inverse, les groupes industriels comprennent généralement deux entités notées, l'une d'elles étant dédiée aux activités de financement du groupe.

²³ Près de la moitié des dégradations ont concerné des entreprises industrielles et, dans plus du quart des cas, des banques.

²⁴ Si l'on raisonne en termes de notes attribuées, le taux de stabilité des notations augmente à 80 %. Les taux de dégradations et de rehaussements s'élèvent respectivement à 8 et 5%. Enfin le taux de retrait s'établit à 7 %.

est passé sous le seuil de 2. De son côté, l'agence de notation Moody's a enregistré un taux de dégradation de 9,3% au niveau mondial et un taux de rehaussement de 8,6%.

Le classement des émetteurs par catégorie de notation montre par ailleurs une grande qualité de crédit des émetteurs français notés. La quasi-totalité d'entre eux, soit 93 %, étaient en effet classés fin 2010 dans la catégorie investissement. Si l'on se restreint aux émetteurs ayant de la dette en circulation, cette proportion reste très élevée, puisqu'elle s'établit à 88 %. Plus précisément, plus d'un quart des émetteurs présentent un risque de défaillance très faible (catégories AAA et AA), pour un tiers d'entre eux, le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques (catégorie A) et pour un quart des émetteurs, la solvabilité est jugée moyenne (catégorie BBB). *A contrario*, seuls 12 % des émetteurs notés ayant un emprunt en cours de vie sont classés en catégorie spéculative. Ce constat est renforcé si l'on raisonne en termes d'encours : selon ce critère, 97 % de la dette notée en circulation étaient classés fin 2010 en catégorie investissement et la moitié bénéficiait de notes double ou triple A (tableau 5).

Tableau 5 : Répartition des entités notées fin 2010 selon les catégories de notation* (%)

	Total échantillon		Sociétés ayant un emprunt en circulation	
	Nombre	Montant	Nombre	Montant
AAA	7%	27%	10%	27%
AA	30%	25%	18%	25%
A	37%	35%	33%	35%
BBB	19%	10%	27%	10%
Catégorie spéculative	7%	3%	12%	3%
	100%	100%	100%	100%

Sources : Arrangeurs, agences, Bloomberg, calculs AMF

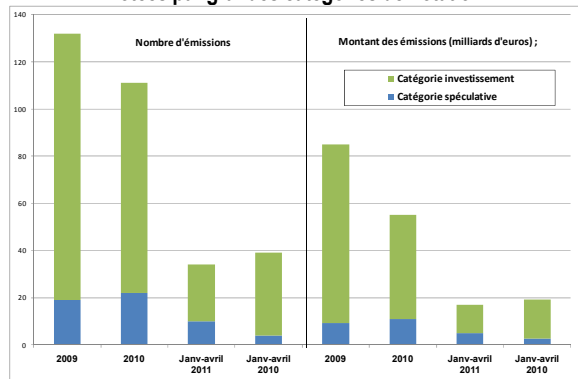
Note : * Dans le cas de tranches multi-notées pour lesquelles les notations entre les agences divergent, la note retenue est la plus basse attribuée.

Un contexte de marché favorable aux entités risquées

Si, de manière générale, la qualité du crédit en France est restée très satisfaisante en 2010, l'essor des émissions de dette risquée par des sociétés non financières observé depuis l'éclatement de la crise s'est confirmé. Leur montant s'est en effet accru de 18 % en 2010 alors que, dans le même temps, l'ensemble des émissions obligataires notées des sociétés industrielles françaises diminuait en nombre (-15 %) comme en montant (-35 %), cette tendance se poursuivant à un rythme moindre sur les premiers mois de 2011. Ces résultats sont néanmoins à relativiser compte tenu du caractère exceptionnel de l'année 2009. De fait, le montant des émissions enregistrées en 2010 apparaît somme toute élevé, de l'ordre de 56 milliards d'euros, au regard des montants atteints avant la crise financière.

En conséquence, même si la catégorie investissement reste prédominante, le poids des nouveaux emprunts classés en catégorie spéculative dans l'ensemble des émissions tend à s'accroître : elle représentait ainsi 30 % des montants émis sur les quatre premiers mois de 2011, contre 11 % en 2009 (graphique 7). L'analyse plus précise de la répartition des émissions au sein de la catégorie investissement montre que l'essor de la dette risquée s'est fait au détriment des notations les plus basses (catégories A et BBB-graphique 8).

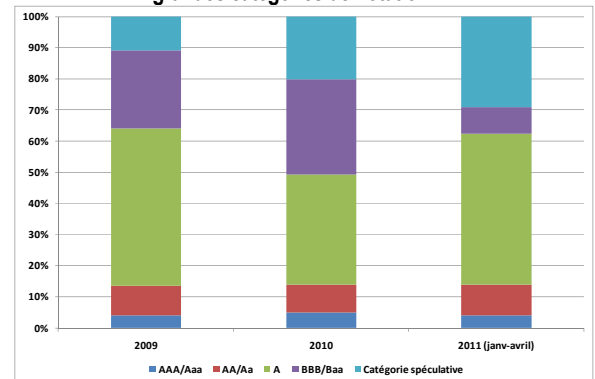
Graphique 7 : Evolution du nombre et du montant des émissions notées par grandes catégories de notation*



Sources : Bloomberg, calculs AMF

Note : * Dans le cas de tranches multi-notées pour lesquelles les notations entre les agences divergent, la note retenue est la plus basse attribuée.

Graphique 8 : Répartition des montants des émissions notées par grandes catégories de notation*



Ces tendances ne sont pas propres à la France. Les émissions des obligations spéculatives (ou *high yield*) ont en effet atteint en 2010 un niveau record dans le monde, à 370 milliards de dollars, dont près de 80 milliards de dollars en Europe où elles ont enregistré un quasi doublement par rapport à 2009. A l'inverse, après avoir soutenu la réouverture des marchés de la dette en 2009, les émissions classées en catégorie investissement ont enregistré une baisse notable de 20% en 2010. Elles demeurent toutefois à un niveau très élevé -de respectivement de 950 et 1390 milliards de dollars aux Etats-Unis et en Europe. S'agissant plus précisément d'ailleurs de l'Europe, l'agence Standard & Poor's note que les deux tiers des nouvelles entités notées par elle en 2010 étaient classées en catégorie spéculative. Compte tenu des dégradations réalisées cette même année par l'agence (et du passage de certaines entités en catégorie spéculative), la catégorie investissement, bien que toujours prépondérante, a vu son importance diminuer puisque le poids des entités notées dans cette catégorie est passée de 83% en 2009 à 78 % en 2010.

Le recul des appels au marché des sociétés considérées comme les moins risquées reflète sans doute une certaine normalisation du fonctionnement du marché du crédit, notamment bancaire. A *contrario*, le dynamisme des émissions classées en catégorie spéculative suggère que pour certaines sociétés risquées, éprouvant des difficultés de financement, le marché obligataire constitue une alternative au crédit bancaire. Cette offre est par ailleurs absorbée par des investisseurs en recherche de rendement, dans un contexte de bas taux d'intérêt et de moindre aversion au risque.

D'une manière générale, le contexte de marché s'est en effet révélé favorable aux entités risquées. Compte tenu des risques pesant sur certaines dettes souveraines et de la situation toujours fragile des systèmes bancaires, les investisseurs se sont reportés sur ce segment de marché dont la solidité financière s'est améliorée avec la reprise économique mondiale²⁵ et qui reste attractif en termes de rendement dans un contexte de taux d'intérêt faibles.

L'essor des émissions non notées observé avec la crise ne s'est pas confirmé

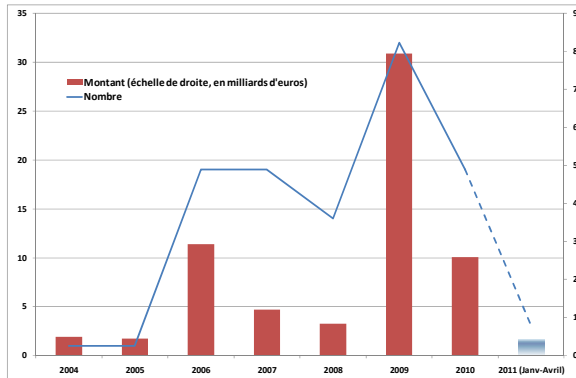
Avec la crise financière et la paralysie du marché du crédit qui a suivi, l'année 2009 avait vu un nombre croissant d'entreprises non notées lever des fonds sur les marchés obligataires euros : une trentaine, contre la moitié un an auparavant. Les volumes d'émissions, de l'ordre de huit milliards d'euros -dix fois plus qu'en 2008- apparaissent alors significatifs si on les compare aux quelques 85 milliards d'euros émis par les sociétés non financières notées au cours de cette même année (voir *supra*). Ce mouvement s'est néanmoins interrompu dès 2010 avec la normalisation observée sur le marché du crédit, les montants émis s'établissant alors à 2,6 milliards d'euros²⁶ (graphique 9). Ceci suggère que l'essor des émissions obligataires non notées observé en 2009 est plus le résultat d'un contexte conjoncturel exceptionnel, que d'une tendance plus structurelle des émetteurs à ne pas recourir à la notation de crédit. Pour autant,

²⁵ Celle-ci s'est notamment traduite par une importante diminution des défauts. Selon Standard & Poor's, le taux de défaut sur le segment *high yield* au niveau mondial est passé de 9,4% à 2,8% entre 2009 et 2010 (et de 4,04 à 1,14% pour l'ensemble des sociétés notées).

²⁶ Soit 5 % de l'ensemble des montants émis, contre près du double en 2009.

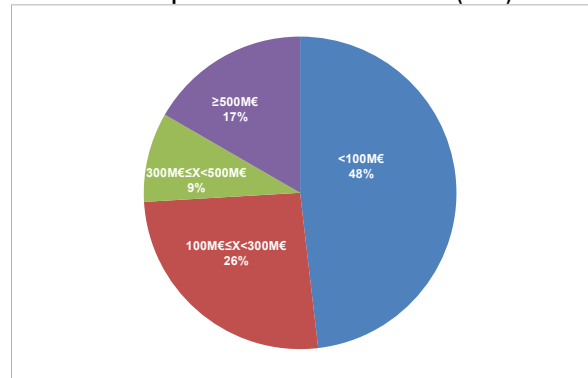
compte tenu de l'ampleur qu'a revêtu le phénomène et de ses implications potentielles pour l'activité de notation de crédit, il paraît utile d'en présenter les principales caractéristiques.

Graphique 9 : Emissions obligataires des sociétés françaises non financières et non notées



Source : Bloomberg

Graphique 10 : Emissions réalisées entre 2009 et avril 2011 par des entreprises non notées selon la taille (en %)



Source : Bloomberg

En premier lieu, ces émetteurs sont de taille très diverse : sur la période 2009-2011, on comptait ainsi sur près d'une cinquantaine d'émetteurs un tiers de grandes entreprises (parmi lesquelles on peut citer notamment Air France-KLM, Lagardère, Havas ou Rallye) et deux tiers de PME²⁷. S'agissant de ces dernières, près de la moitié étaient cotées sur le compartiment C d'Euronext, un tiers sur le compartiment B et environ un quart sur Alternext²⁸. Du reste, la quasi-totalité des PME qui se sont récemment endettées sur les marchés le font sans avoir recours à la notation.

La taille unitaire des émissions est également variable mais reste dans l'ensemble limitée : sur la cinquantaine d'opérations enregistrées entre début 2009 et avril 2011, quasiment la moitié portaient sur des montants de moins de 100 millions d'euros (graphique 10). A l'inverse, moins d'une dizaine d'opérations ont franchi le seuil des 500 millions d'euros de capitaux levés et une seule, celui du milliard d'euros.

Parmi ces entreprises sous revue figurent une grande majorité de primo-émetteurs (pour les deux tiers environ), venus diversifier leur endettement et profiter de la baisse des taux. Plus généralement, les émetteurs non notés recourant aux marchés obligataires le font de manière plutôt occasionnelle : sur les 46 émetteurs ayant fait appel au marché obligataire en euros entre début 2009 et avril 2011, seuls 6 l'ont fait à au moins deux reprises. Ceci conforte le constat évoqué précédemment selon lequel un recours fréquent aux marchés requiert au moins une notation des agences de notation. En outre, les émetteurs les plus actifs sont des sociétés de grande taille, cotées sur le compartiment A d'Euronext.

En conclusion, l'essor des émissions obligataires par des entreprises non notées, bien qu'observé dans un contexte de marché très particulier, montre que l'accès à l'endettement de marché sans recours à la notation de crédit par les émetteurs reste possible quelle que soit la taille des émetteurs et ce, même pour les plus petites d'entre elles. Il reste néanmoins réservé à des émissions occasionnelles.

²⁷ Les PME sont ici définies comme des sociétés cotées ayant une capitalisation boursière de moins d'un milliard d'euros ou, lorsqu'elles ne sont pas cotées, un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros.

²⁸ Le compartiment A d'Euronext regroupe les grandes valeurs ou Blue chips (capitalisations supérieures à un milliard d'euros), le compartiment B regroupe les moyennes valeurs (capitalisations comprises entre 150 millions et 1 milliard d'euros) et le compartiment C, les petites valeurs (capitalisations inférieures à 150 millions d'euros).