



NOTE

MARS
2013

www.institutmontaigne.org

NOUVELLE RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE DES AGENCES DE NOTATION : QUELS BÉNÉFICES EN ATTENDRE ?

L'Institut Montaigne a publié en juillet 2012 une étude intitulée *Remettre la notation financière à sa juste place* qui formulait un certain nombre de propositions pour encadrer l'activité des agences.

En janvier 2013, le parlement européen a adopté une directive en ce sens. Cette note se propose d'en analyser l'impact et les carences.

Synthèse

Apparue au début du 20^e siècle aux États-Unis afin de faciliter l'analyse du risque crédit, la notation financière occupe aujourd'hui une place centrale dans le fonctionnement des marchés financiers. La crise financière qui a débuté à l'été 2008 a révélé un certain nombre de limites voire de dysfonctionnements dans l'activité de ces agences et mis en lumière l'effet pro-cyclique des notations. Au cours des dernières années, le législateur européen a ainsi été confronté à un défi majeur : comment encadrer l'activité des agences, les remettre à leur place de simples auxiliaires des investisseurs et ainsi améliorer le fonctionnement des marchés financiers ?

Le 16 janvier 2013, le Parlement européen a adopté une directive qui modifie le règlement (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. Cette note entend analyser les quatre axes principaux de la nouvelle réglementation et en souligner les forces et les faiblesses.

1. Encadrement de l'activité des agences

Cette première disposition est sans doute la plus forte et la plus novatrice. Il s'agit de réduire la dépendance des régulateurs et des investisseurs à l'égard de la notation. Cela passe notamment par le retrait des références aux notations dans les différentes orientations, recommandations et normes – existantes et à venir – émises par les régulateurs. Ce retrait est une condition *sine qua non* de la « re-responsabilisation » des investisseurs institutionnels et à ce titre, cette initiative est clef. Par ailleurs, la réglementation instaure pour les agences un régime de responsabilité civile relativement équilibré (mise en cause de l'agence en cas de négligence grave ou de faute intentionnelle de sa part ; demande de réparation accessible à tous les investisseurs et émetteurs ; charge de la preuve incombant au plaignant). Inversement, les dispositions allongeant les délais de notification des changements de notes aux émetteurs de dette risquent d'être contre-productives et d'engendrer des délits d'initiés.

2. Lutte contre les conflits d'intérêts

Les avancées en matière de lutte contre les conflits d'intérêts sont relativement limitées. On attendait un encadrement plus strict des participations croisées. Or, le législateur européen a été assez timoré sur cette question en fixant des « seuils d'incompatibilité » trop élevés (seuil de 5 % du capital ou des droits de vote). En outre, la rotation des agences, appréciable sur le principe, risque de générer des effets pervers (rupture analytique lors du passage de relais d'une agence à l'autre ; apparition d'une rente pour les nouveaux entrants). En revanche, les règles de transparence portant sur les commissions reçues par les agences sont satisfaisantes.

3. Stimulation de la concurrence entre agences

Deux règles distinctes sont proposées afin de réduire l'oligopole constitué par les trois grandes agences que sont Fitch, Moody's et Standard & Poor's. Tout d'abord, un soutien spécifique aux petites agences. Les émetteurs sont incités à solliciter une agence qui détient moins de 10 % de part de marché dès lors qu'ils ont l'intention de faire appel à deux agences au moins. Mais faute d'obligation, les effets de cette mesure risquent d'être très limités. La possibilité de soutenir un réseau de petites agences (projet qui doit être soumis au Parlement européen avant le 31 décembre 2013) semble plus prometteuse. Enfin, la création d'une agence de notation européenne, qui a longtemps été présentée comme la réponse à la domination des grandes agences, a été reportée. La Commission a considéré, à juste titre, qu'une telle agence, destinée à noter les dettes souveraines des États-membres, rencontrerait un vrai problème de crédibilité et de conflits d'intérêts.

4. Notation des dettes souveraines

Les nouvelles règles spécifiques aux *ratings* souverains (instauration d'un calendrier ; devoir de transparence et de non-ingérence des agences) nous semblent inutilement coercitives. Pire encore, elles risquent d'aboutir à une plus grande opacité et de ne plus permettre de comparer rigoureusement les notes des émetteurs publics de l'Union européenne entre agences.

En conclusion

la nouvelle réglementation européenne est extrêmement ambitieuse et présente des avancées majeures en matière d'encadrement des activités des agences. Deux règles auraient pu contribuer à améliorer encore la qualité des notations. Il aurait été pertinent de permettre à l'Autorité européenne des Marchés financiers (AEMF) de :

- surveiller l'évolution du nombre d'analystes pour chaque classe d'actifs au sein des agences ;
- procéder à des auditions *ad hoc* des analystes afin d'appréhender au plus près les éventuelles failles dans les méthodologies de notation.

Introduction

Le 16 janvier 2013, le rapport de l'eurodéputé Leonardo Domenici (Alliance Progressiste des Socialistes et Démocrates), destiné à réviser le cadre législatif encadrant l'activité des agences de notation, a été soumis au vote du Parlement européen. Ce rapport a été adopté par 579 voix pour, 58 voix contre et 60 abstentions pour le règlement, et par 599 voix pour, 27 voix contre et 68 abstentions pour la directive.

La résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 (Parlement européen 2013), qui modifie en particulier le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, a été dans son ensemble reçue favorablement par les dirigeants politiques européens. Le Commissaire européen au marché intérieur et aux services, Michel Barnier, qui avait présenté en novembre 2011 des propositions visant à renforcer le règlement (CE) n° 1060/2009 (à partir desquelles le rapporteur Leonardo Domenici a travaillé), s'est réjoui de cette avancée législative. Il a ainsi considéré que ces règles supplémentaires allaient permettre d'améliorer considérablement la qualité des notations. Selon lui, les agences devront être plus transparentes lorsqu'elles noteront les États et devront suivre des règles plus strictes qui les rendront plus responsables de leurs erreurs en cas de négligence grave ou de faute intentionnelle. Le Commissaire européen a en outre affirmé que la nouvelle réglementation allait accroître la concurrence dans le secteur de la notation, réduire la dépendance excessive des marchés financiers à l'égard des *ratings* et éliminer les conflits d'intérêts au sein de l'industrie de la notation (Commission européenne 2013).

Certaines voix discordantes se sont cependant exprimées. Wolf Klinz, porte-parole de l'ADLE (Alliance des Démocrates et des Libéraux pour l'Europe) a regretté que la nouvelle législation ne s'attaque pas plus à la structure oligopolistique de l'industrie de la notation¹. De son côté, Philippe Lamberts (Groupe des Verts/Alliance Libre Européenne) a déploré que le modèle de l'émetteur-payeur ne soit pas remis en cause et a plaidé en faveur de la création d'une fondation indépendante d'intérêt public².

Au-delà des satisfecit et des critiques de circonstance, il faut admettre que la résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 est historique à plus d'un titre. Cette note entend analyser cette nouvelle réglementation en soulignant à chaque fois les forces et les faiblesses des principales mesures adoptées. Seront ainsi successivement passés en revue la réduction de la dépendance à l'égard de la notation financière, le renforcement de la concurrence dans ce secteur, la lutte contre les conflits d'intérêts, la naissance d'une plateforme de notation européenne, l'instauration d'un régime de responsabilité civile, la question des délais de notification des changements de *ratings* aux émetteurs de dette et les mesures spécifiques à la notation souveraine. Enfin, une dernière section abordera certaines carences de la nouvelle résolution législative.

Une disposition majeure : la réduction de la dépendance à l'égard de la notation

¹ Se reporter à <http://www.alde.eu>

² Se reporter à <http://www.philippelamberts.eu>

1. La réduction de la dépendance à l'égard de la notation financière

La mesure la plus remarquable de la nouvelle réglementation européenne concerne la réduction de la dépendance des régulateurs et des investisseurs à l'égard des notations financières. Cette disposition prend plusieurs formes.

D'abord, l'article 5 ter de la résolution législative prévoit que l'Autorité Bancaire Européenne (ABE), l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles (AEAPP) et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) ne doivent pas faire « référence aux notations de crédit dans leurs orientations, recommandations et projets de normes techniques lorsque de telles références sont susceptibles d'amener les autorités compétentes ou les participants aux marchés financiers à se fier mécaniquement à ces notations ». Les trois autorités de régulation ont également à réexaminer « toutes les références aux notations de crédit figurant dans les orientations et recommandations existantes et, le cas échéant, les suppriment, pour le 31 décembre 2013 ».

Ensuite, l'article 39 ter indique que la Commission doit, d'ici le 31 décembre 2015, soumettre un rapport au Parlement européen et au Conseil dans le but de « supprimer au 1^{er} janvier 2020 toutes les références aux notations de crédit dans la législation de l'Union, sous réserve d'avoir identifié et mis en œuvre des solutions appropriées en alternative ». Ce rapport est censé exposer « les progrès accomplis pour supprimer dans la législation de l'Union les

références aux notations qui incitent ou risquent d'inciter à leur accorder confiance, uniquement ou mécaniquement ; et les outils qui pourraient permettre aux investisseurs, en alternative, d'évaluer eux-mêmes les risques liés au crédit des émetteurs et aux instruments financiers ».

Enfin, l'article 5 bis prévoit que « les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance et de réassurance, les institutions de retraite professionnelle, les sociétés de gestion et d'investissement, les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs » évaluent eux-mêmes « les risques de crédit et ne se fient pas exclusivement ou mécaniquement à des notations de crédit » pour déterminer la qualité de crédit d'une entité ou d'un instrument financier. Par ailleurs, « les autorités compétentes pour la surveillance de ces entreprises, en tenant compte de la nature, de l'ampleur et de la complexité des investissements des institutions, surveillent l'adéquation de leurs processus d'évaluation du crédit ; elles évaluent le recours à des références contractuelles aux notations de crédit dans leurs politiques d'investissement et, le cas échéant, encouragent l'atténuation des effets de telles références, afin de réduire le recours exclusif et mécanique aux notations, selon des réglementations sectorielles spécifiques ».

Ces trois articles appellent plusieurs commentaires. L'échéance du 31 décembre 2013 fixée à l'ABE, l'AEAPP et l'AEMF pour retirer les références aux notations dans les réglementations qu'elles supervisent semble tout à fait raisonnable. En effet, au cours de ces dernières années, plusieurs rapports ont souligné le besoin de limiter le

recours aux notations dans les réglementations financières (voir en particulier Larosière 2009, *Financial Stability Board* 2010 et Gaillard 2012) et ce point a fait rapidement consensus, tant au sein de la Commission européenne que du Parlement européen. Les régulateurs ont donc eu le temps de se préparer à cette mesure. La question cruciale est plutôt de déterminer par quoi remplacer les *ratings*. La nouvelle réglementation européenne évite la solution de facilité qui aurait consisté à remplacer les notations par un autre indicateur du risque de crédit. La figure 1 montre par exemple que, dans le cas de l'Italie et malgré les nombreuses dégradations de notes intervenues depuis le début de la crise de la dette souveraine européenne, les indicateurs de marché tels que les CDS (Credit Default Swaps) et les CDS transformés en *ratings* (CDS-Implied Ratings) sont bien plus instables que les notations.

C'est en fait la dépendance vis-à-vis d'un indicateur ou d'un petit groupe d'indicateurs qu'il faut casser. De ce point de vue, la résolution législative répond aux attentes car elle entend « re-responsabiliser » les investisseurs. Les investisseurs institutionnels devraient à terme disposer de plus grandes marges de manœuvre dans leur politique d'évaluation du risque de crédit, limitant *de facto* les « effets de falaise » sur les marchés³.

Un nouvel obstacle est pourtant susceptible de surgir : les investisseurs peuvent être tentés de ne pas développer leurs outils d'évaluation interne du risque et d'extrapoler des indicateurs de risque à partir des notations financières. A cet égard, les conclusions du rapport de la Commission européenne qui est attendu pour le 31 décembre 2015 seront cruciales⁴. S'il est avéré que les investisseurs institutionnels ont insuffisamment

³ Les « effets de falaise » sont des variations brutales de cours déclenchées par l'abaissement d'une note en dessous d'un certain seuil.

⁴ L'article 486 ter du rapport du 12 juin 2012 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement prévoit que « pour le 31 décembre 2013 au plus tard, la Commission examine la réduction du recours aux notations de crédit externes dans le cadre de la mise en œuvre [dudit] règlement, et présente au Parlement européen et au Conseil un rapport à ce sujet, assorti de toute proposition législative appropriée, conformément au règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit ». Ce texte n'était cependant pas encore voté par le Parlement européen au 1^{er} février 2013.

développé leurs *ratings* internes, la Commission devra prévoir dans la foulée une nouvelle législation plus contraignante. D'ici fin 2015, il est donc nécessaire que les régulateurs rappellent aux investisseurs institutionnels leurs responsabilités et leur rôle central dans l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers.

2. Le renforcement de la concurrence au sein de l'industrie de la notation

La résolution législative du 16 janvier 2013 entend développer la concurrence au sein de l'industrie de la notation. Deux moyens d'action principaux ont été retenus.

2.1. Le soutien spécifique aux petites agences de notation

Deux règles bien distinctes vont dans ce sens.

D'une part, l'article 8 quater du nouveau cadre législatif européen prévoit que « lorsqu'un émetteur ou un tiers lié a l'intention de faire appel, au moins, à deux agences de notation de crédit pour la notation de crédit de la même émission ou entité, il considère la possibilité de faire appel, au moins, à une agence de notation de crédit ne détenant pas une part de marché supérieure à 10 % qui, à son avis, serait capable de noter l'émission ou l'entité en question, pourvu qu'il s'agisse, selon la liste de l'AEMF prévue au paragraphe 2, d'une agence de notation de crédit disponible pour noter cette émission ou entité en particulier. S'il ne fait pas appel à une agence de notation de crédit ne détenant pas une part de marché supérieure à 10 %, l'émetteur le déclare ».

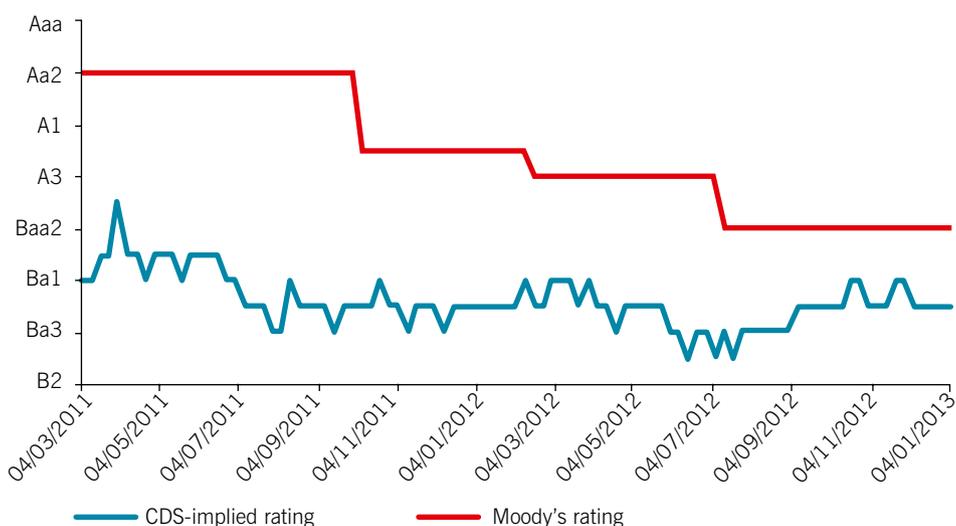
Bien que le seuil de 10 % voté par les législateurs soit cohérent⁵, cette mesure semble largement inopérante car l'émetteur n'a aucune obligation légale ni aucune incitation à faire appel à une entité autre que Standard

& Poor's, Moody's ou Fitch. Elle peut marginalement aider les petites agences qui ont une réputation bien établie dans un secteur particulier à accroître leur part de marché. Cela serait alors une opportunité pour A.M. Best, par exemple, de consolider sa position sur le secteur de l'assurance ou pour DBRS de gagner en notoriété sur les segments de notation des institutions financières, des entreprises et des produits structurés mais les effets de cette mesure risquent d'être très limités.

D'autre part, l'article 39 ter de la nouvelle législation dispose que la Commission européenne doit soumettre « au Parlement européen et au Conseil, au plus tard le 31 décembre 2013, un rapport sur la possibilité de mettre en place un réseau regroupant des petites agences de notation de crédit afin de renforcer la concurrence sur le marché ». Ce rapport devrait évaluer « les aides financières et non financières en faveur de la création d'un tel réseau,

Un soutien aux petites agences de notation inopérant

Figure 1 : Note de l'Italie par Moody's comparée au CDS-IR à 5 ans de l'Italie



Note : Les données permettant de calculer le CDS-IR sont hebdomadaires.

Source : Moody's.

⁵ Seuls Fitch, Moody's et Standard & Poor's ont une part de marché qui dépasse les 10 %.

NOUVELLE RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE
DES AGENCES DE NOTATION : QUELS BÉNÉFICES EN ATTENDRE ?

NOTE

Figure 2 : Agences de notation enregistrées auprès des régulateurs européens au 7 janvier 2013

Nom de l'agence	Pays de résidence	Date de l'enregistrement
Euler Hermes Rating GmbH	Allemagne	16 nov. 2010
Feri EuroRating Services AG	Allemagne	14 avril 2011
Bulgarian Credit Rating Agency AD	Bulgarie	6 avril 2011
Creditreform Rating AG	Allemagne	18 mai 2011
Scope Credit Rating GmbH	Allemagne	24 mai 2011
ICAP Group SA	Grèce	7 juil. 2011
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	Allemagne	28 juil. 2011
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Allemagne	18 août 2011
Companhia Portuguesa de Rating, S.A. (CPR)	Portugal	26 août 2011
AM Best Europe Rating Services Ltd. (AMBERS)	Royaume-Uni	8 sept. 2011
DBRS Ratings Limited	Royaume-Uni	31 oct. 2011
Fitch France S.A.S.	France	31 oct. 2011
Fitch Deutschland GmbH	Allemagne	31 oct. 2011
Fitch Italia S.p.A.	Italie	31 oct. 2011
Fitch Polska S.A.	Pologne	31 oct. 2011
Fitch Ratings España S.A.U.	Espagne	31 oct. 2011
Fitch Ratings Limited	Royaume-Uni	31 oct. 2011
Fitch Ratings CIS Limited	Royaume-Uni	31 oct. 2011
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Chypre	31 oct. 2011
Moody's France S.A.S.	France	31 oct. 2011
Moody's Deutschland GmbH	Allemagne	31 oct. 2011
Moody's Italia S.r.l.	Italie	31 oct. 2011
Moody's Investors Service España S.A.	Espagne	31 oct. 2011
Moody's Investors Service Ltd	Royaume-Uni	31 oct. 2011
Standard & Poor's Credit Market Services France SAS	France	31 oct. 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Italie	31 oct. 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Ltd	Royaume-Uni	31 oct. 2011
CRIF S.p.A.	Italie	22 déc. 2011
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Chypre	8 mai 2012
European Rating Agency, a.s.	Slovaquie	30 juil. 2012
Axesor SA	Espagne	1 ^{er} oct. 2012
CERVED Group S.p.A.	Italie	20 déc. 2012

Source : AEMF.

compte tenu des conflits d'intérêts potentiels qu'un financement public de ce type risque d'engendrer. Au vu des conclusions de ce rapport et à la suite d'un avis technique de l'AEMF, la Commission peut réévaluer les dispositions de l'article 8 quater et proposer leur modification ».

Cette initiative est à la fois plus originale et plus réaliste que la précédente. En octobre 2012, trois agences (la chinoise Dagong, l'américaine Egan-Jones Ratings et la russe RUS Rating JSC) avaient déjà annoncé leur rapprochement en vue de constituer un groupe d'évaluation financière indépendant. Les nombreuses agences enregistrées dans l'Union européenne constituent un vivier non négligeable en vue de la mise en place d'un réseau d'agences de notation européennes (figure 2).

Début janvier 2013, l'AEMF ne recensait pas moins de seize agences (autres que les filiales européennes de Fitch, Moody's et Standard & Poor's) enregistrées auprès des régulateurs européens conformément aux règles fixées par le règlement (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. Plusieurs de ces acteurs sont allemands, ce qui pourrait laisser présager la constitution d'une nouvelle grande agence outre-Rhin.

L'article 39 ter évoque les aides financières et non financières susceptibles de contribuer à l'avènement d'un tel réseau. Un soutien financier *via* une taxe ou une subvention publique quelconque est difficile à concevoir : il poserait un problème de conflits d'intérêts, comme les législateurs l'ont admis, et aboutirait à la création d'une rente pour un nouvel entrant, pénalisant les agences de taille moyenne. En revanche, les États, les collectivités

locales et les établissements publics et parapublics de l'Union européenne pourraient demander à être notés par ce nouveau réseau d'agences. Celui-ci profiterait alors de cette opportunité d'attribuer des *ratings* à des émetteurs publics pour construire sa réputation afin de convaincre progressivement les émetteurs privés de lui faire confiance.

2.2. La création d'une agence de notation européenne

Dans son article 39 ter, la résolution législative du 16 janvier 2013 laisse la porte ouverte à une éventuelle agence européenne mais à un horizon qui demeure lointain : « au vu de la situation sur le marché, la Commission soumet au Parlement européen et au Conseil, au plus tard le 31 décembre 2014, un rapport sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité du crédit des dettes souveraines ». De même, « la Commission soumet au Parlement européen et au Conseil, au plus tard le 31 décembre 2016, un rapport sur l'opportunité et la faisabilité de fonder une agence européenne de notation de crédit, qui se chargerait d'évaluer la qualité de crédit de la dette souveraine des États membres et/ou une fondation européenne de notation de crédit, qui se chargerait de toutes les autres notations ».

La création d'une agence de notation européenne a longtemps été l'une des priorités du Parlement européen. L'objectif était de mettre en place une agence spécialisée dans la notation souveraine dans un contexte de dégradations massives et multiples des *ratings* des États européens. La Commission a cependant écarté

ce projet dans sa proposition de règlement de novembre 2011, considérant, à juste titre, qu'une telle agence de notation serait confrontée à un problème de crédibilité et à un risque de conflits d'intérêts si jamais elle notait les États européens. Depuis lors, deux projets d'agence de notation européenne indépendante ont vu le jour. Le cabinet Roland Berger a annoncé le lancement prochain d'une agence qui noterait aussi bien les États que les émetteurs privés, mais le financement de cette nouvelle entité semble compliqué⁶. La Fondation Bertelsmann a pour sa part créé sa propre agence (International Non-Profit Credit Rating Agency) qui a attribué ses premières notes souveraines en novembre 2012. Seuls cinq États ont cependant été évalués (l'Allemagne, le Brésil, la France, l'Italie et le Japon), de sorte qu'il est encore trop tôt pour savoir si cette nouvelle agence est susceptible de devenir un véritable acteur de la notation. Finalement, des diverses mesures prises pour stimuler la concurrence, seule l'éventuelle mise en place d'un réseau de petites agences peut s'avérer réellement fructueuse.

3. La lutte contre les conflits d'intérêts

Les législateurs européens ont eu recours à deux approches pour limiter les risques de conflits d'intérêts. Ils ont cherché à distendre les liens entre les émetteurs de dette et les agences en expérimentant un principe de rotation pour un certain type de produit financier. Dans le même temps, ils ont renforcé la surveillance des actionnaires des agences et amélioré la transparence concernant les commissions perçues.

⁶ Le capital de départ serait de 100 millions d'euros et non plus de 300 millions comme initialement prévu.

Un encadrement des participations croisées trop timoré

Figure 3 : Liste des dix actionnaires de référence de Moody's et de McGraw-Hill au 30 septembre 2012

Nom des actionnaires de Moody's Investors Service	%	Nom des actionnaires de McGraw-Hill	%
Berkshire Hathaway Inc	12,75	Capital World Investors	10,84
Capital World Investors	6,80	Vanguard Group, Inc.	4,86
Vanguard Group Inc.	5,24	T. Rowe Price Associates, Inc.	4,77
T. Rowe Price Associates Inc.	4,67	State Street Corp	4,67
Valueact Capital Management, L.p.	4,65	OppenheimerFunds, Inc.	3,15
State Street Corp	3,47	Dodge & Cox	2,72
Independent Franchise Partners LLP	2,95	Morgan Stanley I.M. Inc.	2,44
Manning & Napier Advisors, LLC	2,22	Independent Franchise Partners LLP	2,31
MFS Investment Management K.K.	2,16	OZ Management LLC	2,23
Morgan Stanley Investment Mgmt Ltd	2,02	BlackRock Fund Advisors	1,63
Total	46,93	Total	39,62

Notes : les dates de référence sont le 31 décembre 2012 pour les participations de Independent Franchise Partners LLP et de Manning & Napier Advisors, LLC dans Moody's Investors Service et le 3 janvier 2013 pour la participation de Valueact Capital Management, L.p. dans Moody's Investors Service.

Source : Morningstar.com

3.1. Le principe de rotation

Le principe de rotation est présenté à l'article 6 ter du nouveau cadre réglementaire. Il est précisé qu'« une agence de notation qui a passé contrat pour l'émission de notations de crédit relatives à des retitrisations n'émet pas de notations de crédit sur de nouvelles retitrisations adossées à des actifs sous-jacents du même initiateur pendant une durée supérieure à quatre ans ». Mais « quand quatre agences de notation de crédit, au moins, note chacune plus de 10 % du nombre total des retitrisations notées en cours, les limitations fixées [...] ne s'appliquent pas ».

Cette disposition, qui vise évidemment à combattre les conflits d'intérêts inhérents au modèle de l'émetteur-payeur, présente un certain nombre d'inconvénients. Il y a un risque de rupture analytique lors du « passage de relais » d'une agence à l'autre⁷. Il

faut également craindre l'apparition d'une rente pour les nouveaux entrants, de sorte que le principal effet de cette mesure pourrait être la stimulation de la concurrence sur le marché des retitrisations plutôt que l'élimination des conflits d'intérêts. D'ailleurs, le fait que la rotation ne soit plus requise à partir du moment où quatre agences notent un produit financier retitrisé a de quoi laisser perplexe sur l'objectif véritable de cette mesure : en quoi l'arrivée de nouveaux entrants réduit-elle le spectre du conflit d'intérêts et justifie-t-elle la non-application du principe de rotation ? Plus globalement, on peut regretter que cette mesure soit en contradiction avec la réduction de la dépendance à l'égard des agences qui a été décrite précédemment.

3.2. La supervision des actionnaires des agences

Le contrôle accru exercé sur les actionnaires des agences de

notation s'applique à la fois aux participations dans plusieurs agences et aux participations dans une agence et dans un émetteur de dette noté par ladite agence⁸.

L'article 6 bis dispose qu'« un actionnaire ou un membre d'une agence de notation de crédit détenant 5 % ou plus du capital ou des droits de vote d'une agence de notation de crédit ou d'une société en mesure d'exercer une influence dominante ou un contrôle sur l'agence de notation de crédit enregistrée ne doit pas détenir 5 % ou plus du capital d'une autre agence de notation de crédit ; avoir le droit ou le pouvoir d'exercer 5 % ou plus des droits de vote dans une autre agence de notation ; avoir le droit ou le pouvoir de désigner ou de révoquer les membres de l'organe d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre agence de notation ; être membre de l'organe d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre

⁷ Conscient de cette limite, le Parlement européen a justement prévu d'instaurer « à la fin de la durée maximale de la relation contractuelle, une obligation de fournir à l'agence suivante une série d'informations, au sujet de l'émetteur et des instruments financiers notés (dossier de transmission) » si jamais le mécanisme de rotation devait être étendu à d'autres catégories d'actifs (considérant 7 bis de la résolution législative).

⁸ Les législateurs ont fait preuve de réalisme en précisant, dans le considérant 16 bis de la nouvelle réglementation, que les dispositions concernant la structure de l'actionnaire ne devraient pas seulement renvoyer aux participations directes mais également aux participations indirectes.

agence de notation ; être en mesure d'exercer une influence dominante ou un contrôle, ou exercer une telle influence ou un tel contrôle, sur une autre agence de notation ».

Dans son principe, ce régime d'incompatibilité est positif car il doit permettre de limiter les participations croisées qui renforcent la structure oligopolistique de l'industrie de la notation. Malheureusement, le seuil de 5 % est largement inopérant puisque seul le fonds Capital World Investors est concerné par cet article (figure 3). On peut regretter que ce seuil n'ait pas été abaissé à 1 % ou 2 %.

Le point 3 de la section B de l'annexe I précise quant à lui qu'« une agence de notation de crédit s'abstient d'émettre une notation ou des perspectives de notation ou, dans le cas d'une notation de crédit ou de perspectives existantes, annonce immédiatement que cette notation ou ces perspectives sont potentiellement affectées » si « un actionnaire ou un membre d'une agence de notation de crédit détenant 10 % ou plus du capital ou des droits de vote de cette agence, ou étant autrement en mesure d'exercer une influence significative sur l'activité économique de cette agence, détient 10 % ou plus de l'entité notée, d'un tiers lié ou toute autre participation directe ou indirecte dans cette entité ou ce tiers ».

Par ailleurs, le point 3 bis de cette même section ajoute qu'une agence doit rendre publics les cas où « un actionnaire ou un membre d'une agence de notation de crédit détenant 5 % ou plus du capital ou des droits de vote de cette agence, ou étant autrement en mesure d'exercer une influence significative sur l'activité économique de cette

agence, détient 5 % ou plus de l'entité notée, d'un tiers lié ou toute autre participation directe ou indirecte dans cette entité ou ce tiers » ou « est membre du conseil d'administration ou de surveillance de l'entité notée ou d'un de ses tiers liés ».

Ici encore, le double seuil fixé par les législateurs s'avère trop élevé. Il aurait été préférable d'instituer une obligation d'information à partir du double seuil de 1 % par exemple. Concrètement, cela signifierait que, dans un premier temps, chaque agence devrait publier la liste des actionnaires détenant au moins 1 % de son capital (« actionnaires principaux »). Dans un second temps, elle listerait parmi les entités dont 1 % du capital est détenu par l'un de ses actionnaires principaux celles qu'elle note. Cette approche permettrait une plus grande transparence en ciblant plus précisément les conflits d'intérêts potentiels.

3.3. Une meilleure transparence concernant les commissions perçues par les agences

Seules les dispositions relatives aux commissions perçues par les agences de notation sont susceptibles de lutter efficacement contre les conflits d'intérêts.

La nouvelle résolution législative dispose que « les agences de notation de crédit veillent à ce que les commissions facturées à leurs clients pour la fourniture de services de notation et de services accessoires soient non discriminatoires et basées sur les coûts réels. Les commissions facturées pour des services de notation ne sont pas liées au niveau de la notation du crédit émise par l'agence de notation de crédit, ni en aucune autre manière aux résultats des tâches effectuées » (annexe I, section B, point 3 bis).

Cette règle complète utilement le règlement (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 qui interdit les agences de rémunérer leurs analystes en fonction des honoraires que versent les émetteurs de dette qu'ils notent. Elle a d'autant plus de chances d'être efficace que les agences sont désormais tenues de fournir « une liste des commissions facturées à chaque client pour chacune des notations et tout service accessoire fourni » et non plus la liste de leurs vingt premiers clients (annexe I, section E, partie II, point 2, premier alinéa).

4. La plateforme de notation européenne

L'article 11 bis de la nouvelle réglementation européenne prévoit que « lorsqu'elles émettent une notation de crédit ou des perspectives, les agences de notation de crédit enregistrées ou certifiées communiquent à l'AEMF des informations sur la notation, y compris la note et les perspectives de notation de l'instrument noté ainsi que des informations sur le type de notation et le type d'initiative de notation et la date et l'heure de la publication ». Cette plateforme doit permettre aux investisseurs de comparer plus facilement toutes les notations existantes pour une entité donnée⁹ ; elle comprendrait également des informations relatives à la performance passée des agences enregistrées.

Cette plateforme de notation européenne présente plusieurs avantages. Tout d'abord, elle réduira les asymétries d'information en offrant aux investisseurs une vue d'ensemble des notations financières attribuées aux divers émetteurs

⁹ Les notes attribuées par des agences fonctionnant selon le principe de l'investisseur-payeur ne seraient évidemment pas recensées.

Un régime de responsabilité civile réaliste et équilibré

de dette. Ensuite, elle accroîtra la transparence de l'industrie de la notation et contribuera à responsabiliser ses acteurs. Enfin, elle constituera une opportunité pour les petites agences de gagner en notoriété.

La publication et la comparaison des performances passées des agences est une tâche essentielle. L'AEMF devrait présenter les matrices de transition, les taux de défaut et les ratios d'efficacité pour chaque classe d'actif. Pour tous les émetteurs et produits financiers tombés en défaut, le régulateur devrait également indiquer les différentes notes en vigueur au moment de la défaillance et un certain nombre de semaines et de mois avant la défaillance (se reporter à Gaillard 2011 pour un exemple appliqué à la notation souveraine).

En complément de cet article 11 bis, l'article 8 quater, alinéa 2 de la nouvelle réglementation prévoit que l'AEMF publie chaque année sur son site web « une liste d'agences de notation de crédit agréées en indiquant leur part de marché et les catégories de notation qu'elles effectuent ; cette liste peut servir à l'émetteur pour commencer son évaluation ». Cette initiative, qui s'inspire des informations fournies par la *Securities and Exchange Commission* (SEC) dans son rapport annuel sur les agences de notation, permettrait aux émetteurs de dette de repérer les diverses agences qu'ils peuvent solliciter.

5. L'instauration d'un régime de responsabilité civile

La mise en place d'un régime de responsabilité civile pour les agences de notation (article 35 bis) était l'une des dispositions les plus attendues de la nouvelle

réglementation européenne.

Le droit de recours est ouvert aux investisseurs qui se sont « raisonnablement basés sur une notation de crédit émise en violation des dispositions du règlement (CE) n° 1060/2009 » et aux émetteurs qui subissent « un préjudice civil en raison d'une notation émise en violation desdites dispositions ». C'est l'investisseur ou l'émetteur demandant réparation qui doit apporter des informations précises et circonstanciées indiquant que l'agence de notation a commis une telle infraction au présent règlement. Il convient de souligner que la possibilité de demander réparation est accessible à tous les investisseurs et émetteurs, qu'ils aient ou non un lien contractuel avec l'agence.

Ce cadre restreint du régime de responsabilité civile semble assez réaliste et équilibré. Les législateurs ont eu le mérite de reconnaître que « l'activité de notation de crédit repose toujours dans une certaine mesure sur l'évaluation de facteurs économiques complexes et que des méthodes différentes peuvent donner des résultats différents sans qu'aucun puisse être qualifié d'inexact ». Ces considérations ont logiquement amené les législateurs à ne mettre en jeu la responsabilité civile des agences que lorsque celles-ci enfreignent de manière intentionnelle ou par négligence grave les obligations que leur impose le règlement (CE) n° 1060/2009¹⁰. Il est donc exigé des agences non pas une obligation de résultat mais une obligation de moyens. Cette approche est cohérente avec la volonté du législateur et l'adoption des dispositions consistant à retirer les références aux notations dans les réglementations financières, et contribuant ainsi à replacer les *ratings* au rang de simples opinions. Par ailleurs, le fait que la charge de

la preuve incombe au plaignant (l'investisseur ou l'émetteur), conformément à la règle de droit traditionnelle, évite de créer une « présomption de culpabilité » à l'encontre des agences.

La seule limite de l'instauration de ce régime de responsabilité civile réside dans la difficulté d'évaluer le préjudice subi par le plaignant. Une agence peut être poursuivie si, par exemple, elle ne respecte pas les règles relatives à la lutte contre les conflits d'intérêts, au principe de rotation ou à la révision régulière de ses notations. Dans quel cas le préjudice est-il supérieur ? Lorsqu'il y a viol des règles sur les participations des actionnaires ou lorsque l'agence fournit des services de conseil à l'entité notée ? Une infraction commise de manière intentionnelle peut être considérée comme moralement plus condamnable qu'une infraction liée à une négligence grave mais cette dernière peut aboutir à un préjudice plus lourd. La tâche des juges s'annonce donc délicate.

6. Les délais de notification de changement de note

Désormais, les agences de notation sont tenues d'informer l'entité notée de la notation de crédit ou des perspectives de notation qui ont été établies « durant les heures ouvrées » et « au moins un jour ouvré complet avant publication ». L'agence doit préciser « les motifs essentiels sur lesquels se fonde la notation de crédit ou les perspectives de notation, afin que l'entité concernée ait la possibilité de signaler à l'agence de notation de crédit toute erreur factuelle » (annexe I, Section D, partie 1, point 3). Les législateurs ont complété

¹⁰ Cet article 35 bis n'exclut pas les autres actions en responsabilité civile relevant du droit national.

cette mesure en obligeant l'entité notée à établir à l'avance une liste des personnes pouvant recevoir cette notification un jour ouvré entier avant la publication.

Les dispositions jusqu'ici en vigueur prévoyaient la notification d'une notation à l'entité notée 12 heures avant sa publication. Ce délai était déjà relativement long. L'allongement de ce délai de notification est clairement insatisfaisant pour plusieurs raisons.

D'abord, la justification avancée est très discutable. Il serait en effet logique que les informations et les données sur lesquelles est fondée l'analyse de l'agence soient vérifiées par l'émetteur préalablement à la notification. La fiabilité des informations dont dispose l'agence devrait même être certifiée avant la réunion du comité de notation. Ce délai supérieur à un jour ouvré est ensuite dangereux parce qu'il augmente le risque de fuite d'information et de délit d'initiés. Les législateurs ont estimé que cet obstacle pouvait être surmonté en imposant aux émetteurs qu'ils fournissent à l'avance une liste des personnes habilitées à recevoir cette notification un jour ouvré entier avant la publication. Cette assurance semble insuffisante pour contenir les risques précédemment identifiés.

7. Les mesures spécifiques aux notations souveraines

La résolution législative du 16 janvier 2013 comprend plusieurs dispositions qui s'appliquent exclusivement aux notations souveraines¹¹. Il s'agit de l'obligation pour les agences

d'établir à l'avance un calendrier des notations souveraines et de respecter des règles plus strictes en matière de transparence et de « non-ingérence » dans les politiques économiques des États.

7.1. L'instauration d'un calendrier des notes souveraines

L'article 8 bis du nouveau texte dispose que les agences doivent publier sur leur site web et adresser à l'AEMF, « à la fin du mois de décembre de chaque année, un calendrier pour les douze mois suivants indiquant, au maximum, trois dates pour la publication de notations souveraines non sollicitées et des perspectives correspondantes, ainsi que les dates de publication des notations souveraines sollicitées et des perspectives correspondantes. Les dates fixées tombent un vendredi ».

Cette règle soulève plusieurs problèmes.

En imposant aux agences de publier leurs notations souveraines à des dates prédéterminées, les législateurs ont un objectif précis : éviter que des dégradations de notes n'amplifient la volatilité sur les marchés et ne compliquent le financement des États. Pourtant, les effets de cette disposition sont incertains. Les décideurs publics considèrent qu'ils pourront désormais mieux anticiper les pressions des marchés. Les notes devant être rendues publiques les vendredis et après la fermeture des places boursières, les États et les banques centrales auront le weekend pour se coordonner et agir de concert en vue de contrer d'éventuelles attaques spéculatives contre un État. Inévitablement, le risque est de voir certains acteurs de marché prendre les autorités publiques de vitesse. On pourrait alors assister à une forte volatilité

durant les séances précédant les publications des notes souveraines.

Cette mesure crée en outre une distorsion dans le processus de notation d'une agence et contribue à dévaloriser les notations souveraines, qui ne reflèteront fidèlement le risque de crédit de l'émetteur en question que quelques jours (à l'occasion des actualisations et des publications des dites notes). Cette « dévalorisation » sera encore plus marquée dans le cas des notations non sollicitées qui ne seront publiées que trois fois par an maximum.

Par ailleurs, cette obligation de publier un calendrier tend à discriminer les agences entre elles. Si l'on s'en tient aux notes attribuées aux États exclusivement, une agence comme Fitch se trouvera défavorisée par rapport à ses deux concurrents Standard & Poor's et Moody's. En effet, onze des vingt-sept notes attribuées par Fitch aux pays membres de l'Union européenne sont non sollicitées, contre six pour Standard & Poor's et cinq pour Moody's¹². En moyenne, les notes souveraines de Fitch reflèteront donc une réalité politique, économique et financière plus « ancienne » de plusieurs semaines que celles des deux autres agences. Plus largement, les notes souveraines des émetteurs situés dans l'Union européenne ne seront plus exactement comparables d'une agence à l'autre.

Enfin, dans l'esprit, cette mesure semble en contradiction avec les dispositions relatives à la lutte contre les conflits d'intérêts puisqu'elle impose des contraintes encore plus lourdes pour les émissions de notes non sollicitées, censées être indépendantes et à l'abri des conflits d'intérêts inhérents au modèle de l'émetteur-payeur.

Des mesures relatives aux notations souveraines inutilement coercitives

¹¹ Précisons que le législateur entend par « notations souveraines » les *ratings* des États ; des autorités régionales ou locales d'un État ; et des institutions financières internationales créées par « deux États ou davantage, et dont l'objet est de mobiliser des fonds et d'accorder une aide financière à ceux de ses membres qui connaissent ou risquent de connaître de graves problèmes de financement ».

¹² Fitch attribue des notes non sollicitées aux États suivants : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Bulgarie, l'Espagne, l'Estonie, la France, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni et la Suède. Pour Moody's et Standard & Poor's, les pays concernés sont l'Allemagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni (plus la Belgique pour Standard & Poor's).

7.2. Le « devoir de transparence et de non-ingérence » des agences

L'annexe I, section D, partie 3 du nouveau texte précise qu'« au moment d'annoncer une notation de crédit, une agence de notation est tenue d'expliquer dans ses communiqués de presse ou ses rapports les principaux facteurs sous-tendant cette notation de crédit, et quoique les politiques nationales puissent servir de facteur sous-tendant une notation souveraine, les notations de crédit ou les perspectives de notation ne contiennent pas de recommandations, de prescriptions ou d'orientations de politique à l'intention d'entités notées, y compris les États ou les autorités régionales ou locales d'un État ».

La transparence exigée des agences lorsque celles-ci ont à étayer leurs diagnostics et justifier leurs notations est superflue, compte tenu des efforts réalisés en la matière au cours des dernières années. Les dispositions qui interdisent toute « ingérence » dans les politiques économiques des États méritent une attention particulière. Les agences ont effectivement tendance à faire des recommandations implicites ou explicites, en énumérant par exemple des mesures susceptibles de renforcer la solvabilité d'un pays à moyen terme. A la fin de son communiqué annonçant la dégradation de la Belgique de AA+ à AA en novembre 2011, Standard & Poor's a ainsi souligné que la stratégie budgétaire du gouvernement belge devait prendre en compte les risques liés à Dexia (Standard & Poor's 2011). De son côté, Fitch a estimé que l'Espagne devait prendre des mesures en faveur de la compétitivité à l'occasion de la dégradation du pays de A à BBB en juin 2012 (Fitch 2012). Enfin, tout en retirant à la

France son triple-A en novembre 2012, Moody's a indiqué que la perspective négative de la France pouvait redevenir stable si le gouvernement français parvenait à stimuler la croissance économique et à rétablir l'équilibre des comptes publics (Moody's 2012). Ce « devoir de non-ingérence » va contraindre les agences à « reformater » leurs rapports et leurs communiqués mais il risque surtout de priver les investisseurs d'informations susceptibles de leur permettre de mieux appréhender le risque souverain.

8. Les carences de la nouvelle résolution législative

Le Parlement de Strasbourg n'a pas ménagé ses efforts pour mieux contrôler les agences de notation et revoir la place des *ratings* dans l'architecture financière européenne. Cependant, le nouveau cadre réglementaire a négligé certaines règles qui auraient contribué à améliorer la qualité des notations.

8.1. Les effectifs des agences

On ne peut que regretter que la résolution législative du 13 janvier 2013 n'ait rien prévu en matière de contrôle des effectifs des agences. L'AEMF aurait pu être habilitée à surveiller l'évolution du nombre d'analystes pour chaque classe d'actif et signaler les cas où le risque de sous-effectif est susceptible de menacer la qualité des *ratings*. De même, comme l'a suggéré le Sénat français, les parlementaires européens auraient pu envisager de créer un « indicateur harmonisé de charge de travail des analystes » (Sénat français 2012).

8.2. Des auditions ad hoc pour comprendre les erreurs de notation

L'AEMF aurait également pu être compétente pour procéder à des auditions *ad hoc* des analystes des agences. Par exemple, il serait pertinent de les interroger chaque fois qu'un émetteur ou un produit financier est tombé en défaut après avoir été noté en catégorie investissement au cours des six ou douze mois précédents. De telles auditions permettraient de cerner d'éventuelles failles dans les méthodologies de notation et contribueraient à améliorer progressivement la qualité des *ratings*.

Conclusion

La résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 est le fruit d'un long travail de réflexion et de consultations. Elle a été élaborée dans un contexte de crise économique et financière inédit depuis l'après-guerre, ce qui explique sans doute que les priorités de la Commission européenne et du Parlement européen aient évolué au fil des mois. En 2009-2010, la question de la lutte contre les conflits d'intérêts était au sommet de l'agenda politique mais, assez rapidement, elle a été éclipsée par les tensions sur les dettes publiques européennes qui ont déclenché de nombreuses dégradations de notes souveraines en 2010-2012. Dès lors, le contrôle strict des notations souveraines a été jugé primordial et c'est au même moment que le projet d'agence de notation européenne se consacrant essentiellement à évaluer la solvabilité des États a germé. Par ailleurs, tout au long du processus législatif, les dirigeants européens ont été tiraillés entre deux approches

partiellement contradictoires : se « désintoxiquer » de la notation financière d'un côté, mais chercher à superviser toujours plus les agences de l'autre. On comprend donc mieux pourquoi le texte qui a finalement été voté est excessivement riche et complexe.

Sur les deux dispositions les plus novatrices et essentielles, à savoir la réduction de la dépendance à l'égard de la notation et l'instauration d'un régime de responsabilité civile, les dispositions du nouveau texte sont indiscutablement positives. Le retrait des notations des réglementations financières est une condition *sine qua non* de la « re-responsabilisation » des investisseurs institutionnels. Le régime de responsabilité civile s'appliquant aux agences est équilibré (négligence grave ou

de faute intentionnelle de leur part, demande de réparation accessible à tous les investisseurs et émetteurs, charge de la preuve incombant au plaignant).

Les avancées en matière de lutte contre les conflits d'intérêts sont en revanche limitées. Certes, le règlement (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 comprenait déjà des mesures efficaces dans ce domaine mais des dispositions complémentaires étaient souhaitables, notamment en ce qui concerne les participations croisées. Force est de constater que les législateurs européens ont été trop timorés sur cette question en fixant des « seuils d'incompatibilité » trop élevés. Le principe de rotation semble quant à lui trop compliqué. Seules les règles portant sur les commissions reçues par les agences sont satisfaisantes.

Les mesures en faveur de la concurrence au sein de l'industrie de la notation sont plus difficiles à juger tant le problème semble insoluble. Il n'en est pas de même des dispositions allongeant les délais de notification des changements de notes aux émetteurs de dette : celles-ci sont contre-productives et risquent d'engendrer des délits d'initiés. Enfin, les nouvelles règles spécifiques aux *ratings* souverains sont inutilement coercitives. Pire encore, elles aboutissent à une plus grande opacité et ne permettent plus de comparer rigoureusement les notes des émetteurs publics de l'Union européenne aux autres notes. Espérons que les investisseurs et les régulateurs sauront surmonter ces obstacles lorsqu'ils auront à utiliser les notations souveraines.

Références

- Commission européenne, « Déclaration du Commissaire Michel Barnier suite au vote du Parlement Européen des nouvelles règles visant à réguler les agences de notation de crédit », Mémo, 16 janvier 2013.
- Financial Stability Board, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 27 octobre 2010.
- Fitch Ratings, « Fitch Downgrades Spain to 'BBB'; Outlook Negative », 7 juin 2012.
- Gaillard Norbert, *A Century of Sovereign Ratings*, Springer, 2011.
- Gaillard Norbert, *Remettre la notation financière à sa juste place*, Étude de l'Institut Montaigne, juillet 2012.
- Larosière Jacques (de), *Rapport Larosière*, Commission européenne, 25 février 2009.
- Moody's Investors Service, « Moody's Downgrades France's government bond rating to Aa1 from Aaa, maintains negative outlook », 19 novembre 2012.
- Parlement européen, « Résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit », 13 janvier 2013.
- Sénat français, *Rapport d'information fait au nom de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation*, 18 juin 2012.
- Standard & Poor's, « Ratings On Belgium Lowered To 'AA' On Financial Sector Risks To Public Finances; Outlook Negative », 25 novembre 2011.

PUBLICATIONS



Comment concilier régulation et croissance : 20 propositions



Remettre la notation financière à sa juste place



Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle