

Agences de notation

pour une profession règlementée

(Juin 2012)

Mission commune d'information sur le fonctionnement,
la méthodologie et la crédibilité des agences de notation

Frédérique ESPAGNAC (Présidente) et Aymeri de MONTESQUIOU (Rapporteur)



Cette synthèse est destinée à faciliter la lecture et l'utilisation du rapport sur les agences de notation. Seul le rapport engage la mission commune d'information du Sénat.



PRÉSIDENTE DE LA MISSION

Frédérique ESPAGNAC
Sénatrice des Pyrénées-Atlantiques (Aquitaine)

Secrétaire de la commission des finances
Vice-Présidente du groupe socialiste et apparentés



Groupe **Socialiste** du Sénat



RAPPORTEUR DE LA MISSION

Aymeri de MONTESQUIOU
Sénateur du Gers (Midi-Pyrénées)

Vice-Président de la commission des finances
Membre de la commission des affaires européennes
Membre de la délégation sénatoriale à la prospective



Contact :

01 42 34 33 21

Les agences de notation financière évaluent **le risque de crédit, c'est-à-dire le risque de défaut d'un émetteur sur ses dettes financières**. Standard and Poor's et Moody's détiendraient ensemble 80 % des parts de marché mondial et Fitch 15 %.

Tableau n° 1 : répartition géographique du chiffre d'affaires des trois principales agences de notation en 2010

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

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

Les notations sont payées par les organismes (entreprises ou collectivités publiques) qui souhaitent se financer sur les marchés de capitaux. Elles sont utilisées par les investisseurs pour éclairer et orienter leurs choix. On parle pour les agences de notation d'un modèle « émetteur-payeur ».

Tableau n° 2 : les entités notées en France

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

Source : rapports de l'Autorité des marchés financiers

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

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

Source : Autorité des marchés financiers

LES AGENCES DE NOTATION SONT DEVENUES INCONTURNABLES, SANS RETOUR EN ARRIÈRE POSSIBLE À COURT TERME

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

A) Le financement privilégié de l'économie et des Etats par des marchés obligataires mondialisés a créé une position clé pour les agences de notation

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

« Moins les banques ont d'importance, plus le recours aux agences de notation augmente ».

Marc Ladreit de Lacharrière,
Président de FIMALAC et premier actionnaire de Fitch .

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

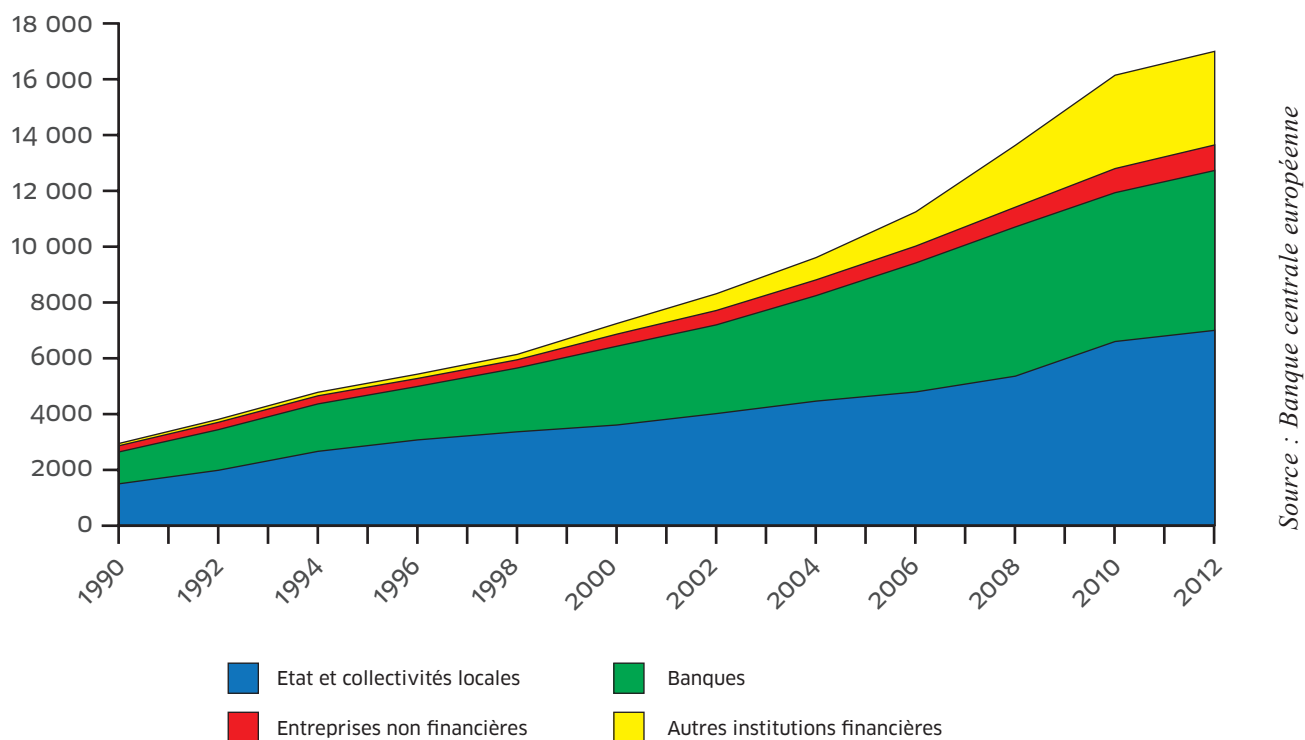
« Ce n'est pas le moindre des paradoxes que la crise, née de la désintermédiation aux États-Unis, conduit à importer cette dernière en Europe ».

Bertrand Badré, directeur financier de la Société générale

• La dette de l'État est exclusivement émise sur les marchés. La recherche d'autres ressources de financement par des emprunts directs auprès des épargnants français se heurte aujourd'hui à un rendement des obligations d'État inférieur, fiscalité comprise, à ce que propose le livret A ou une assurance vie.

• Face à un risque de « credit crunch », les projets d'obligations groupées des collectivités locales ou d'agence de financement des collectivités locales sont remis au goût du jour.

Graphique n° 4 : progression du marché obligataire en zone euro depuis 1990



- Le marché obligataire est mondialisé. **Près d'un tiers de la dette obligataire mondiale serait émise en direction d'investisseurs non-résidents**, tout en sachant qu'ils détiennent une part probablement non négligeable des émissions dites domestiques. Malgré un léger fléchissement, **65,4 % des obligations de l'État français sont détenus par des non-résidents, dont de l'ordre de la moitié en-dehors de la zone euro.**

- La mondialisation financière conforte la notation comme un standard d'évaluation harmonisé des risques, très imparfait mais synthétique.

C'est un standard compréhensible par les acteurs d'un marché de capitaux qui met en relation plus de 10 000 émetteurs, un million d'obligations, des produits structurés particulièrement complexes avec des milliers d'investisseurs disséminés partout dans le monde.

- En France, **moins de 10 % des émissions obligataires ne sont pas notées.** Seulement trois entreprises du CAC 40 ne sont pas notées. Malgré sa faible valeur ajoutée, la notation « non sollicitée » de l'État se fait avec la participation active de ses services.

Tableau n° 5 : la notation des entreprises française du CAC 40

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

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

B) La notation est un point de passage imposé par les pouvoirs publics et les investisseurs sans alternative crédible à court terme

Facteur aggravant, en réaction aux différentes crises du capitalisme depuis 1929, les États-Unis, puis ensuite les États européens, puis désormais la communauté internationale, à travers le G20 et le Comité de Bâle, ont fait appel aux notations pour s'assurer de la solidité des actifs des banques et des sociétés d'assurance ainsi que de la réalité des risques pris. **De manière rétrospectivement contestable, les pouvoirs publics ont fait des agences de notation de quasi-régulateurs.**

- Aux États-Unis, on relevait, en 1999, **plus de 1 000 références aux notations dans la réglementation relative aux marchés de titres et près de 400 pour les banques.** Les banques centrales font massivement appel aux notations pour apprécier la qualité des actifs que les banques leur apportent en garantie. A la fin 2011, **sur les 2 017 milliards d'euros de garanties déposés auprès de la Banque centrale européenne, 75 % étaient admis sur la base d'une notation émise par une agence.**

- C'est dans ce contexte particulier que se développent des appels encore incantatoires à la désintoxication vis-à-vis des notations.

- Jamais, face à la solidité ébranlée des banques et dans la crise actuelle de la zone euro, le besoin d'une évaluation précise des risques n'a été aussi fort. Les solutions alternatives aux notations proposées - rarement mises en oeuvre effectivement - sont encore peu opérantes : incitation au développement d'une évaluation interne des risques dans le monde des banques, des assurances, des gestionnaires de fonds, invitation à se fonder sur plusieurs analyses pour prendre des décisions.

- Les initiatives de « désintoxication » prises aux États-Unis sont **d'ordre sémantique**, tant le recours aux agences de notation est ancré désormais dans leur « culture d'investissement », comme dans

celle de l'Europe. Si l'on a peu confiance dans les agences de notation pour évaluer les risques, on n'a pas davantage confiance dans les modèles internes développés par les banques. La multiplication des modèles internes d'évaluation des risques supposera d'ailleurs un renforcement considérable des moyens et des diligences des autorités de contrôle prudentiel, et une harmonisation de leurs pratiques.

En réalité, la « désintoxication » présente aussi deux autres formes. La première est celle de l'élargissement de la liste des organismes externes habilités à être de quasirégulateurs. Aujourd'hui trop fermée et dominée par les trois grandes agences, son ouverture est nécessaire. La deuxième est celle de la suppression des effets mécaniques des mouvements de notation sur les décisions des régulateurs ou des investisseurs. Il s'agit de rendre leur libre arbitre à certaines banques centrales, certains régulateurs ou certains investisseurs qui avaient pu y renoncer.

LA QUALITÉ DE LA NOTATION N'EST PAS GARANTIE PAR LES MÉCANISMES DE MARCHÉ. LA RESPONSABILITÉ JURIDIQUE ET ADMINISTRATIVE DES AGENCES EST À CONSTRUIRE

En attendant les résultats d'un effort de « désintoxication » de longue haleine, les notations ne sont plus une simple opinion, comme l'illustre l'impact des erreurs commises, qu'il s'agisse de l'avenir d'une entreprise particulière ou de celui des économies. Dans ce contexte, **la qualité de la note est primordiale**. C'est sur ce sujet que doivent se concentrer les efforts politiques. C'est parce que les notes ne sont plus de simples « opinions » que **l'activité de notation doit devenir une profession réglementée**.

On a délégué de manière diffuse une mission de service public de Standard and Poor's, Moody's et Fitch, sans cahier des charges, sans contrôle et sans exigence de résultat.

A) Les méthodes de notation, un enjeu durablement éludé

- Malgré des erreurs avérées, la question de la méthodologie utilisée a été longtemps éludée tant par les législateurs que par les superviseurs. Elle n'a finalement été posée, avec beaucoup de précaution, que très récemment. Les publications des trois principales agences de notation sont devenues très abondantes. L'objectif de la Commission européenne d'explications claires, aisément compréhensibles, est néanmoins loin d'être acquis. Interrogés sur les qualificatifs associés à l'image des agences de notation, les investisseurs sont 58 % à considérer que la transparence des méthodes est un critère qui qualifie mal les agences de notation. Les documents publiés sont jugés trop complexes pour être exploitables par une majorité d'entre eux (56 %).

- Progressivement, la réglementation européenne invite l'Autorité européenne des marchés financiers à s'intéresser aux méthodologies des agences. Le sens de l'histoire va vers **un label réglementaire sur les méthodes des agences**. Il faut en effet rappeler qu'400 modèles d'évaluation interne des risques développés par les banques ont été validés par les autorités nationales et européennes. On voit mal comment l'évaluation externe du risque effectué par les agences pourrait durablement échapper à cette exigence de contrôle des méthodes.

B) Les zones d'ombre des moyens mobilisés par les agences

La gestion des ressources humaines, paramètre essentiel de la qualité des notations, reste une zone d'ombre **faute de contrôle** suffisant, au moment de l'enregistrement des agences, par l'Autorité européenne des marchés financiers. L'examen du nombre de dossiers par analyste, des qualifications, de la formation continue, de l'ancienneté des analystes n'a pas constitué la priorité au moment de l'enregistrement de Standard and Poor's, Moody's et Fitch en Europe.

- Les chiffres produits par les agences leur ont permis d'afficher aux yeux des autorités des ratios satisfaisants, avec une moyenne comprise, selon le type de notations, entre 8,4 dossiers par analyste et 11,4 dossiers par analyste pour Standard and Poor's, hors produits structurés, et une moyenne comprise entre 10,9 dossiers par analyste et 15,2 dossiers par analyste pour Moody's.

Mais **les données produites ne permettent pas de mesurer de manière satisfaisante la charge de travail des analystes**, faute de définition de ce qui constitue pour eux un « dossier » (on note tantôt un émetteur tantôt une émission) et faute de pondération en fonction de la complexité des dossiers.

Il faut que les chiffres fassent l'objet d'une définition rigoureuse, harmonisée et contrôlée par l'Autorité européenne des marchés financiers.

- La politique de formation continue des agences est à leur entière discrétion, sans garantie sur les réelles qualifications des analystes. Chez Fitch, selon un document de 2009, **seulement 14 % des analystes au niveau mondial disposaient de la certification externe de « Chartered Financial Analyst ».**

Un système de certification professionnelle assuré par un organisme indépendant et reconnu par les autorités européennes devrait être inclus dans les exigences réglementaires vis-à-vis des agences.

- Toujours en ce qui concerne les ressources humaines, 62 % des analystes affectés à la notation des entreprises avaient moins de cinq années d'ancienneté en 2009-2010. Ce chiffre s'élève à 71 % pour Fitch. Pour la dette souveraine, 78 % des analystes de Moody's avaient moins de 5 ans d'ancienneté, dont 30 % moins de deux ans d'ancienneté. En ce qui concerne la notation des produits structurés, le pourcentage d'analystes ayant moins de cinq ans d'ancienneté s'élève à 70 % en moyenne. Au sein de Fitch, 81 % des analystes de produits structurés ont moins de cinq années d'ancienneté.

Tableau n° 6 : ancienneté des analystes de Standard and Poor's, Moody's et Fitch en Europe (2009-2010)

Standard & Poor's en Europe	< 2 ans	2 à 5 ans	> 5 ans
Entreprises et Institutions financières	13 %	35 %	51 %
Autres	10 %	14 %	76 %
Souverains et assimilés	11 %	38 %	52 %
Produits structurés	11 %	53 %	36 %
Total	12 %	39 %	49 %
Moody's en Europe	< 2 ans	2 à 5 ans	> 5 ans
Entreprises	16 %	48 %	35 %
Institutions financières	22 %	44 %	34 %
Souverains et assimilés	30 %	48 %	22 %
Produits structurés	13 %	52 %	36 %
Total	17 %	49 %	49 %
Fitch en Europe	< 2 ans	2 à 5 ans	> 5 ans
Entreprises	17 %	54 %	29 %
Institutions financières	17 %	54 %	29 %
Produits structurés	7 %	74 %	19 %
Total	13 %	59 %	28 %

Source : données présentées par les trois grandes agences à l'appui de leur demande d'enregistrement

C) Le marché, un garde fou bien modeste

Les mécanismes de marché ne fonctionnent pas pour assurer la qualité des notations.

« La rentabilité est devenue la seule priorité des agences de notation : le nombre croissant d'instruments et d'entreprises à noter par analyste, l'exploitation mécanique d'immenses tables de données universelles remplies par les émetteurs de façon sans doute hétérogène, et la multiplication d'erreurs de calcul ou d'interprétations erronées qui en résultent, ont entraîné une dégradation importante de la qualité d'analyse »

Contribution écrite de la Fédération bancaire française au Sénat

Entreprises et collectivités publiques sont aujourd'hui en situation de faiblesse par rapport à la position dominante des agences. Ceci s'exprime à la fois dans la difficulté d'avoir un dialogue équilibré pour comprendre le processus de notation des agences et dans les tarifs pratiqués.

- Les entreprises françaises dénoncent des distorsions de notation injustifiées par rapport à leurs concurrentes, notamment américaines, avec un biais favorable, en particulier, aux normes comptables US GAAP. **Des distorsions de notation sont avérées.** EADS a dû faire appel à un conseil en notation pour rétablir sa note, injustement fixée à BBB+ alors que Boeing bénéficiait d'un A+. La marge comptable présentée par Boeing était basée sur des comptes aux normes américaines (US GAAP). Celle d'EADS l'était sur des comptes aux normes internationales (IFRS). Après retraitement, EADS a pu faire valoir que l'entreprise méritait un A, et non un BBB+.

- Le 27 février 2012, douze des plus grandes entreprises allemandes ont adressé un courrier à Standard and Poor's dans lequel elles soulignent une augmentation de la tarification opérée par l'agence, de l'ordre du double par rapport aux années précédentes. Il faut de la transparence, pour assainir la relation entre émetteurs et agences et un droit de réponse des émetteurs sur leur notation.

D) Un modèle économique source de conflits d'intérêt

Les conflits d'intérêts dans le domaine de la notation, liés au modèle émetteur-payeur, et à la collusion entre banques et agences en matière de produits structurés, ont enfin été pris en compte. Ils sont désormais mieux surveillés. Pour les produits structurés, c'est cependant le modèle lui-même qu'il faut changer.

On doit ainsi passer dans ce domaine à un modèle investisseur-payeur.

- Certains conflits d'intérêts potentiels nouvellement mis en lumière sont encore mal encadrés.

- Les agences de notation fournissent ainsi des services auxiliaires, comme la « prénotation » qui consiste à indiquer à une entreprise quel serait l'impact sur sa note d'une opération qu'elle souhaite mener (par exemple, une fusion-acquisition) ; la « pré-notation » s'apparente, bien que les agences s'en défendent, à une activité de conseil, qui leur est pourtant interdite.

- Pour ce qui concerne la relation des agences avec leurs actionnaires, certains d'entre eux sont investisseurs par ailleurs dans d'autres entreprises, avec un risque d'interférence avec le processus de notation.

E) Une responsabilité civile introuvable

La responsabilité des agences de notation peine à se traduire sur un terrain juridique. Les procès en responsabilité intentés aux agences de notation, certes de plus en plus nombreux, n'ont, au moins pour l'instant, pas abouti à des condamnations significatives. Pendant ce temps, Moody's impose aux émetteurs français de recourir à des contrats de droit anglais dans une tentative de « **délocalisation par le droit** ».

- La juridiction compétente doit être celle du pays dans lequel l'investisseur ayant subi le préjudice a sa résidence habituelle. Dès lors qu'un investisseur présente des éléments laissant présumer qu'une agence a commis une faute, il doit revenir à l'agence d'apporter la preuve contraire. Comme celui des clauses exonératoires, le principe des clauses limitant le montant des dommages et intérêts devrait être interdit.

- Ceci suppose naturellement que les agences de notation puissent faire face à d'éventuels contentieux. Le capital social en France de certaines agences (80 000 euros pour Fitch ; 150 000 euros pour Moody's) ne leur permet de faire face à aucun sinistre. Un capital réglementaire devrait être fixé par les autorités européennes, avec la souscription d'une assurance « responsabilité civile professionnelle » obligatoire.

F) Un contrôle administratif naissant

La responsabilité civile n'exclut pas la responsabilité administrative, c'est-à-dire la procédure d'enregistrement et de contrôle sous la responsabilité de l'Autorité européenne des marchés financiers.

- Ce n'est que très tardivement, depuis 2007 aux États-Unis, depuis 2009 en Europe, que l'activité des agences de notation est devenue une activité partiellement réglementée.

- Par rapport au vide du contrôle constaté jusqu'en 2011, la procédure d'enregistrement est un progrès. Le processus a été long et documenté (plus de 30 000 pages adressées par Standard and Poor's, Moody's et Fitch en 2010 et 2011) pour que les agences puissent obtenir leur enregistrement.

- Des améliorations ont pu être demandées à ces agences. Par exemple, Fitch a été contrainte, pour obtenir sa licence, de procéder à la dernière minute à la nomination d'un administrateur indépendant correspondant vraiment aux critères de la réglementation européenne, et disposant d'une bonne connaissance de la titrisation. Certains refus ont aussi été constatés : refus (au vu des échanges avec les régulateurs), par exemple, de Standard and Poor's, pour des raisons de coût, d'un enregistrement des

conversations téléphoniques entre les analystes et les émetteurs, ou de la présence d'un responsable de la conformité lors de leurs rencontres.

- En revanche, l'examen des informations liées aux ressources humaines a été en-deçà du nécessaire, au regard des préoccupations exprimées dans plusieurs rapports et témoignages sur l'insuffisance des moyens - en qualité ou en quantité - consacrés aux notations. Dans ce domaine, la procédure d'enregistrement a représenté **un coup pour rien**.

- L'AEMF devra user résolument de ses pouvoirs de contrôle, comme elle a commencé à le faire en fin d'année 2011. Les procédures sont lentes et les sanctions faiblement dissuasives.

- Le coût de la régulation pour les agences n'est plus marginal, tout en restant modéré : 25 millions de dollars annuels au niveau mondial pour Fitch, soit 16 % de son résultat d'exploitation. Standard and Poor's avance un chiffre de 80 millions de dollars. Pour Standard and Poor's et Moody's, les exigences réglementaires nouvelles auraient représenté en 2011 entre 10 et 15 millions de dollars.

UN NOUVEL ACTEUR EUROPÉEN FIABLE EST NÉCESSAIRE POUR UNE MEILLEURE INFORMATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE.

A) Des rentes de situation importantes

- Le duopole constitué au niveau mondial par Standard and Poor's et Moody's, complété par Fitch, est à l'origine d'une importante rente de situation. Elle permet à ces entreprises d'imposer aux émetteurs des tarifs extrêmement élevés si on les rapporte au nombre d'heures de travail accomplies par les analystes pour chaque notation. **Les autorités nationales et européennes de la concurrence doivent vérifier que les trois grandes agences n'abusent pas de leur position dominante.** Leur marge opérationnelle est comprise entre 39,5 % et 45 %. Ce niveau de marge reste exceptionnel même si on le compare à celui d'autres entreprises présentes sur des secteurs à forte rentabilité.

- Les barrières à l'entrée du marché de la notation sont difficiles à franchir. Il en est une qui résulte des obligations réglementaires renforcées imposées aux agences : obligation d'enregistrement auprès de l'AEMF et de la SEC, obligations de publication sur la méthodologie, obligation de rotation des analystes... Obtenir une accréditation par la SEC n'est pas une simple formalité comme l'agence chinoise Dagong en a fait l'expérience. Elle a ainsi essuyé un refus.

B) Une plus grande concurrence souhaitée par les acteurs de marché

- 64 % des investisseurs interrogés par le Sénat demandent plus de concurrence, 25 % déclarent même en souhaiter « beaucoup plus ».

- En Europe, malheureusement, les nouvelles agences enregistrées par l'Autorité européenne des marchés financiers ont une activité confidentielle, à tel point

que la Banque centrale ne les reconnaît pas pour évaluer les actifs que les banques de la zone euro lui apportent en garantie.

La stratégie retenue au niveau européen est **peu convaincante** sur ce point. Elle a consisté, dans un premier temps, pour l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), à se montrer peu exigeante dans sa politique d'accréditation puisqu'elle a enregistré ou certifié pas moins de dix sept agences, dont une agence bulgare qui fait peu d'ombre à Standard and Poor's ou à Moody's. De petites structures, dont la crédibilité et la notoriété sont faibles voire inexistantes, ont été autorisées à proposer leurs services sur le marché européen.

Comme il y a peu de chances que les émetteurs fassent spontanément appel à ces petites agences, la Commission européenne a proposé, dans le cadre du projet de règlement en cours de discussion à Bruxelles, une mesure complémentaire qui serait de nature à leur faciliter l'accès au marché : la rotation. Or le marché de la notation n'est pas celui du commissariat aux comptes, où cette pratique, ainsi que le co-commissariat, ont été introduits avec succès. L'Europe bute aujourd'hui en matière de notation sur le **mythe d'un renforcement mécanique de la concurrence.**

C) Les actions à entreprendre

- Il est possible tout d'abord de taxer la rente, même si le marché de la notation n'est pas le seul marché oligopolistique. Actuellement, la seule contribution exceptionnelle imposée aux agences de notation en Europe est celle qui vise à financer l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Son montant est symbolique, de l'ordre de 3 millions d'euros, acquitté

à 90 % par les trois grandes agences de notation, et doit couvrir les frais de leur supervision. Il est donc pertinent **d'augmenter significativement les frais de supervision des agences de notation.**

- Reste la question ensuite d'un nouvel entrant sur le marché de la notation. Il ne s'agit pas là d'une politique visant à favoriser de petits acteurs sur le marché domestique de la notation, mais de savoir si un grand acteur européen, de taille mondiale, peut émerger. C'est là une préoccupation de nature industrielle et politique, tenant compte de la fonction essentielle que pourrait occuper durablement la notation sur les marchés financiers.

- **Sur un plan théorique**, dès lors que l'on considère que la notation a les caractéristiques d'un « bien public », **une agence publique européenne est pleinement justifiée.** Moody's a aussi soutenu la validité de cette idée. L'agence publique devrait être financée par une taxe affectée et opter pour une forme juridique appropriée (une fondation) afin d'éviter les conflits d'intérêts : elle noterait notamment des États ayant suscité sa naissance, et la finançant, d'une manière ou d'une autre.

- Dans le contexte actuel, la piste tendant à la création d'une agence publique est toutefois **la moins susceptible de prospérer.** Il s'agit essentiellement d'une question de contexte : la crise de la dette souveraine créerait un soupçon fort des marchés par rapport à une initiative des États tendant à se doter de ce qui serait considéré comme « leur agence », et donc « la voix des États ». **L'agence devrait de surcroît obtenir l'accréditation de la SEC américaine si l'on souhaite qu'elle joue un rôle mondial.**

- Une alternative pragmatique peut être trouvée si l'on recherche une notation de nature publique. Certaines banques centrales, à commencer par la Banque de France, mais aussi les banques centrales d'Allemagne, d'Autriche et d'Espagne, ont développé leur propre cotation des entreprises. La Banque de France est devenue une « agence de notation », qui note environ 260 000 entreprises françaises. La Banque centrale européenne note les États. Malgré les réticences des banques centrales, cette voie doit être explorée, notamment si, à terme, des PME, n'ayant pas nécessairement les moyens de payer leur notation, devaient aller sur le marché obligataire.

On pourrait également concevoir que les **banques commerciales**, qui évaluent elles-aussi le risque de crédit de leurs clients, en utilisant des modèles internes, communiquent leurs notes à un organisme public européen, qui serait chargé de les **agréger** afin de rendre public un **indicateur synthétique**

- Pour ce qui concerne l'initiative privée, le Sénat a pris connaissance des projets ambitieux portés par le cabinet de conseil allemand Roland Berger ou par la fondation Bertelsmann. S'agissant de démarches d'entreprises à titre individuel, il est difficile de les soutenir autrement que sur un plan politique. Cependant, comme elle le fait fréquemment dans le domaine de la recherche et du développement, la Commission européenne pourrait lancer **un appel à projets pour encourager une ou plusieurs initiatives privées tendant à la création d'une nouvelle agence européenne de taille mondiale.** Aux termes de l'appel à projet, le ou les opérateurs privés européens retenus pourraient bénéficier du label de la Commission et d'un financement pour le développement d'innovations en matière de méthodologie.

CONCLUSION

Il n'y a pas de fatalité pour que se perpétuent les erreurs et la domination sans partage des trois grands acteurs de la notation Standard and Poor's, Moody's et Fitch. Il faut toutefois avoir conscience du rôle exact que jouent ces entreprises dans la mondialisation financière et de leur fonction dans la gestion des grands déséquilibres de balances des paiements entre Europe, Asie et Amérique.

L'exigence d'une « désintoxication » trouvera sa réponse **sur le long terme**, pour que cesse le recours systématique aux notations. Les trois grandes agences occupent en effet une place laissée vacante dans le domaine de l'évaluation des risques, tout spécialement pour les produits les plus complexes. De nouveaux acteurs doivent se réapproprier ce rôle.

Sur le court terme, c'est parce que les notes ne sont plus de simples « opinions » que l'activité de notation doit devenir **une profession règlementée**. Elle l'est devenue partiellement, aux États-Unis depuis 2007, en Europe depuis 2009. De ce point de vue, l'écart pourrait se creuser entre ces deux espaces économiques. Depuis la loi Dodd-Frank de juillet 2010, on observe un recul aux États-Unis, avec l'abandon de certaines dispositions relatives à la responsabilité des agences ou le renoncement à un investissement plus important de la SEC dans la régulation des agences de notation. A contrario, on peut se féliciter d'un pas en avant de l'Europe dans le domaine de la réglementation, malgré son retard initial. Une convergence entre Europe et États-Unis devra être trouvée au G20, autour d'**une vision ambitieuse de la régulation**.

Le Sénat est particulièrement sensible à l'application des lois. Les prérogatives conférées à l'Autorité européenne des marchés financiers doivent donc être exercées de manière volontariste et transparente.

On ne peut ensuite qu'être favorable à l'ambition du nouveau texte européen en cours d'examen. Il traite de questions majeures comme la responsabilité civile des agences, la suppression des conflits

d'intérêt entre les agences et leurs actionnaires, la transparence des tarifs ou l'avis de l'Autorité européenne des marchés financiers sur les changements de méthodologie.

Les 26 propositions du rapport correspondent à une vision ambitieuse de ces sujets. Elles sont souvent sur la ligne des grandes options défendues par la Commission et le Parlement européens, **souvent plus ambitieuses**.

LES PROPOSITIONS DU RAPPORT SUR LES AGENCES DE NOTATION

L'enjeu d'une convergence réglementaire Europe/ États-Unis

1. L'introduction, sous l'impulsion du G 20, d'un **enregistrement commun sur le plan international** pour les grandes agences de notation ayant un rôle systémique, avec une convergence entre SEC et Autorité européenne des marchés financiers (objectif : favoriser la convergence réglementaire sur les agences de notation).

Le long chemin de la désintoxication

2. **L'inventaire et la suppression systématique** dans les réglementations de tout recours obligatoire aux notations (objectif : laisser leur libre arbitre aux acteurs de marché pour qu'ils développent des méthodes alternatives d'évaluation des risques).

3. La **réintégration progressive** au sein des régulateurs (en France, Autorité de contrôle prudentiel, mais surtout Banque de France) de la fonction de quasirégulateur déléguée aux agences de notation (objectif : réinternaliser à des fins d'exemplarité l'évaluation des risques au sein des régulateurs).

L'apparition d'un nouveau grand acteur européen

4. Le lancement d'un **appel à projets européen** pour des projets d'agence privée, avec un financement public éventuel pour le développement d'innovations en matière de méthodologie (objectif : faire émerger une initiative européenne de taille crédible dans des conditions d'impartialité vis-à-vis des différents porteurs de projet).

Une diversification des notes

5. La **publicité** des cotations réalisées par les banques centrales de la zone euro et des notations de la banque

centrale européenne, selon des modalités à préciser dans une étude de faisabilité, ainsi que de celles réalisées par les banques commerciales, **agrégées** par une entité publique (objectif : favoriser la diffusion de notations de qualité, émises par des acteurs publics ou privés crédibles).

La responsabilité comme vecteur de changement

6. Un régime de **responsabilité civile** harmonisé sur le plan européen, avec inversion de la charge de la preuve, et une interdiction de principe des clauses exonératoires de responsabilité ou limitant le montant des dommages et intérêts (objectif : permettre une mise en jeu effective de la responsabilité des agences).

7. l'exigence d'un **capital minimal** pour les agences par l'Autorité européenne des marchés financiers, au vu des données (chiffre d'affaires, nombre de notes émises, capital social agrégé au niveau européen, etc.) dont elle dispose ainsi que la souscription d'une assurance « responsabilité civile professionnelle » obligatoire (objectif : permettre aux agences de faire face effectivement à leurs responsabilités).

8. Le relèvement du montant des **sanctions administratives** que peut prononcer l'AEMF en supprimant le plafond en valeur absolue (objectif : augmenter les capacités dissuasives des sanctions de l'AEMF).

Un nouveau modèle économique

9. Le changement pour **un modèle investisseur-payeur**, avec un passage obligatoire par une plate-forme centralisant l'ensemble des informations liées aux sous-jacents, pour ce qui concerne les produits structurés (objectif : rompre avec les collusions d'intérêt dans le domaine de la titrisation).

L'amélioration des méthodologies

10. Une procédure **d'avis préalable** de l'Autorité européenne des marchés sur les changements significatifs de modèles développés par les agences de notation (objectif : entrer dans une démarche de validation des méthodologies des agences comme cela est pratiqué pour les modèles d'évaluation interne des risques des banques).

11. La création d'un **forum**, dont le secrétariat général serait assuré par l'Autorité européenne des marchés financiers, visant à systématiser les discussions et la recherche sur des méthodologies de notation entre les agences, les investisseurs, les émetteurs et les milieux académiques (objectif : favoriser la compréhension des méthodologies des agences et inciter à la recherche dans ce domaine).

12. Le relèvement substantiel de la **contribution perçue par l'AEMF** sur les agences de notation (objectif : en taxant la rente de situation des agences occasionnée notamment par le relèvement des barrières à l'entrée réglementaire, financer un Forum, à vocation européenne, voire internationale, permettant à toutes les parties concernées d'échanger sur les critères et la méthodologie de la notation) .

Le lien avec les organes démocratiques

13. Une **consultation des commissions des finances du Parlement** par les agences de notation sur la dette souveraine, comme le fait le FMI dans le cadre du (objectif : améliorer la qualité de la notation des dettes souveraines par la prise en compte du travail parlementaire).

La fin des interférences avec les débats démocratiques

14. L'obligation pour les agences d'un **calendrier de publication** des notations souveraines à date fixe, transparent et déterminé à l'avance (objectif : éviter la volatilité des notations et les interactions à chaud avec les marchés, atténuer les interférences des notes avec les échéances démocratiques des États).

Une nouvelle relation avec les émetteurs et les investisseurs

15. L'ajout d'un « **indice de confiance** », comme pour tout exercice de prévision, à la note (objectif : permettre à l'investisseur d'avoir une idée appropriée de la fiabilité de la note et à l'agence de s'engager sur la qualité des informations qu'elle a reçues de l'émetteur).

16. L'adjonction, dans le communiqué de presse de l'agence, d'un espace réservé, au format prédéterminé, pour un « **droit de réponse** » de l'émetteur (objectif : permettre à l'investisseur d'avoir de manière simultanée l'analyse de l'agence et celle de l'émetteur, afin d'inciter à une information totalement fiable).

17. La publication dans les rapports annuels des entreprises de **toutes les sommes versées** aux agences de notation (objectif : accroître la transparence sur le marché de la notation).

18. L'introduction d'un **appel d'offres** au niveau des émetteurs pour le renouvellement des contrats de notation (objectif : créer les conditions d'une concurrence saine et transparente entre agences de notation en rééquilibrant le rapport de force entre les agences et les émetteurs).

Les ressources humaines au service de la qualité des notes

19. La définition par l'AEMF d'un **indicateur harmonisé de charge de travail** des analystes (objectif : permettre un contrôle effectif par les agences et par le régulateur de la charge de travail des analystes).

20. L'introduction d'une exigence par l'AEMF d'un système de **certification professionnelle** des analystes assuré par un organisme extérieur indépendant (objectif : donner une meilleure assurance sur la qualification professionnelles des analystes).

21. Une politique de contrôle des ressources humaines **plus active** par l'AEMF dès l'enregistrement des agences (objectif : garantir la qualité de la procédure d'enregistrement européenne).

Une meilleure prévention des conflits d'intérêts

22 Un meilleur contrôle par l'AEMF des « **services auxiliaires** » (objectif : éviter la confusion entre « service auxiliaire » et conseil en notation).

23. **L'interdiction** qu'une agence note une entité dès lors qu'un actionnaire de l'agence – quel que soit son niveau de détention – est également représenté au conseil d'administration ou au conseil de surveillance de l'entité notée (objectif : éviter les conflits d'intérêts entre les agences de notation et leurs actionnaires).

Une meilleure information sur les dettes souveraines

24. Diminuer l'influence des agences de notation par la publication par l'État d'une prochaine programmation des finances publiques **crédible** dans ses hypothèses macro-économiques, **réaliste** dans ses objectifs de moyen terme, et **documentée** dans ses aspects budgétaires (objectif : accroître la confiance dans la présentation des budgets par les autorités publiques de manière à rendre moins utile la consultation des notes des agences par les investisseurs) .

25. La **certification**, par la Cour des comptes, des comptes les plus importants des établissements de santé, l'expérimentation de la certification de certains comptes des collectivités locales, pour faciliter la lecture des investisseurs sur la situation des comptes publics, et la poursuite du processus de certification des comptes engagé avec l'État et la Sécurité sociale (objectif : garantir la qualité des comptes aux investisseurs, sans passer par le truchement des agences).

26. **L'harmonisation** des comptes publics au sein de la zone euro, organisée selon des normes adaptées, issues de comités légitimes (objectif : réduire une hétérogénéité rendant le recours au seul standard des agences indispensable pour les investisseurs).



www.senat.fr/espace_presse

