

N° 598

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2011-2012

---

---

Enregistré à la Présidence du Sénat le 18 juin 2012

## RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

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

Par Mme Frédérique ESPAGNAC et M. Aymeri de MONTESQUIOU,

Sénateurs.

Tome 2 : Annexes

---

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



## SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<b>ANNEXE 1 - LES AGENCES DE NOTATION FINANCIÈRE : RÉGLEMENTATION ET CONTRÔLE - ANALYSE COMPARATIVE DANS NEUF PAYS.....</b>	<b>5</b>
<b>ANNEXE 2 - ENQUÊTE AUPRÈS DES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS SUR LA CONFIANCE PORTÉE AUX AGENCES DE NOTATION .....</b>	<b>97</b>



**ANNEXE 1**

**LES AGENCES DE NOTATION FINANCIÈRE :  
RÉGLEMENTATION ET CONTRÔLE**

**ANALYSE COMPARATIVE DANS 9 PAYS**





**Contributions des Services économiques des pays suivants :**  
**Australie, Brésil, Canada, Chine, Hong Kong,**  
**Inde, Japon, Mexique et Singapour**

mai 2012

Temps passé pour la réalisation  
de cette étude :  
34 jours agent, soit un coût théorique de 32 980 €

**Bureau Stratégie, études et pilotage**  
Contact : Pascale Saint-Sulpice Bodin  
Tél. : 01 44 87 22 63  
email :  
pascale.saint-sulpice-bodin@dgtresor.gouv.fr

Dossier n°2012-002751.

La direction générale du Trésor (DG Trésor) s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans ce document.

Ce document de travail, réalisé par le réseau international de la DG Trésor sur la base d'un cahier des charges et questionnaire précis fournis par le(s) commanditaire(s), permet de disposer d'un panorama de diverses situations à l'international. Toutefois, il ne constitue d'aucune manière une prise de position de la DG Trésor (et par extension celle du ministère de l'Économie, des finances et du commerce extérieur) sur le sujet donné.

Le destinataire de l'analyse comparative s'engage à n'utiliser les informations fournies par la DG Trésor que pour ses besoins personnels et à ne pas les transmettre à des tiers sans l'autorisation expresse du bureau Stratégie, études et pilotage de la DG Trésor.

**SOMMAIRE**

<b>Introduction .....</b>	<b>4</b>
<b>AUSTRALIE.....</b>	<b>7</b>
<b>BRESIL .....</b>	<b>17</b>
<b>CANADA.....</b>	<b>23</b>
<b>CHINE.....</b>	<b>33</b>
<b>HONG KONG .....</b>	<b>41</b>
<b>INDE.....</b>	<b>63</b>
<b>JAPON.....</b>	<b>73</b>
<b>MEXIQUE .....</b>	<b>83</b>
<b>SINGAPOUR.....</b>	<b>87</b>

## Introduction

*Ce dossier a été réalisé pour le compte de la Mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation du Sénat. Il comprend 9 fiches pays analysant la qualité de la réglementation et de la supervision des agences de notation financière dans ces différents Etats, tous situés hors de l'Europe et des Etats-Unis, et les évolutions récentes éventuelles depuis la crise financière.*

*On trouvera, ci-après, les contributions de 9 services économiques.*

### **I- Contexte de la demande :**

La constitution de la mission commune d'information du Sénat intervient au moment où se manifestent des inquiétudes sur les modalités de financement des Etats, des collectivités territoriales et des acteurs économiques et sur la capacité des agences de notation à évaluer les risques de façon satisfaisante, en particulier pour ce qui concerne la dette souveraine. 300 entités françaises (Etat, collectivités territoriales et entreprises) sont notées par une agence de notation implantée en France. L'encours de la dette émise par les entités françaises sur les marchés qui fait l'objet d'une notation est de l'ordre de 1 100 Md€.

La mission souhaite concentrer ses travaux, auditions et questionnaires, sur le respect par les agences de notation des réglementations qui s'appliquent à elles, en matière de déontologie et de méthodologie, sur l'efficacité des contrôles mis en place, et sur l'examen approfondi des options visant à mieux réguler ces acteurs.

Le Sénat est particulièrement soucieux de « l'application des lois » comme en témoigne la volonté de son Président Jean-Pierre Bel de le doter d'une commission pour le contrôle de l'application des lois. Les régulateurs nationaux (Autorité des marchés financiers) et européens (Autorité européenne des marchés financiers) appliquent-ils les pouvoirs dont ils sont dépositaires ? Ont-ils mis en œuvre une stratégie et des moyens à la hauteur des enjeux ? Ont-ils la volonté d'exercer jusqu'au bout leur pouvoir de superviseur ?

Le Sénat va aussi prendre position dans le débat européen en cours. Il s'agit de se demander si les réglementations actuelles répondent bien aux problèmes posés. Les agences ne sont plus simplement des « émetteurs d'avis » : tant les gouvernements que les marchés les ont dotées d'une véritable mission de service public : évaluer les risques. Il faut donc que les réglementations correspondant à cette définition des agences de notation. La mission commune d'information cherchera à évaluer véritablement l'impact des mesures aujourd'hui débattues, et à se demander quelles sont les conditions, par exemple, pour qu'une agence européenne voie le jour de manière efficace.

### **II- Objectif de la demande :**

La mission commune d'information dispose d'une information de qualité satisfaisante en ce qui concerne la réglementation et la supervision des agences en Europe et aux Etats-Unis. Tel n'est pas le cas d'autres pays dont certains sont de grands pays émergents qui se financent sur les marchés, dont d'autres ont une agence de notation « nationale », dont d'autres encore constituent des places financières particulièrement dynamique. Il est donc important de mesurer la qualité de la réglementation et de la supervision en œuvre dans ces pays, et les évolutions récentes éventuelles depuis la crise financière.

La mission commune d'information du Sénat publiera un rapport d'information à l'été dans lequel figureront des propositions pour améliorer la réglementation et la supervision des agences.

### III - Questionnaires

Deux questionnaires figurent ci-après, le 1<sup>er</sup> concerne l’Australie, le Brésil, le Canada, Hong Kong, l’Inde, le Japon, le Mexique et Singapour, le second s’adresse spécifiquement à la Chine.

#### **1- Questionnaire pour l’Australie, le Brésil, le Canada, Hong Kong, l’Inde, le Japon, le Mexique et Singapour**

Eléments locaux de contexte :

- 1) Dispose-t-on de données sur la taille et l’évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l’Etat, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s’y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?
- 2) Connaît-on le nombre d’entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ? Quelle évolution ?
- 3) Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?
- 4) Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d’emplois par structure, le chiffre d’affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?
- 5) Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?
- 6) Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?
- 7) Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?
- 8) Y a-t-il une obligation d’enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d’enregistrement ?
- 9) Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?
- 10) Les autorités de supervision des agences ont-ils une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?
- 11) Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangère ?

Commentaires éventuels :

**2- Questionnaire pour la Chine, Agence Dagong**

Eléments locaux de contexte :

- 1) Quelle est la situation de la notation financière en Chine : utilisation par les investisseurs, introduction dans les réglementations prudentielles ?
- 2) Quelles sont les raisons politiques et économiques qui ont conduit la Chine à créer une agence de notation ?
- 3) Quel degré de tutelle l'administration centrale chinoise exerce-t-elle sur l'agence Dagong?
- 4) Quelles sont les caractéristiques de l'agence Dagong : capital, composition du conseil d'administration, nombre de salariés, nombre d'analystes, nombre d'entités notées, nombre de notations, nombre de notations non sollicitées, évolution de ces différentes données ?
- 5) Quelle est la politique de recrutement et de rémunération de l'agence ? Peut-on dire que les qualifications des analystes sont de niveau équivalent à celles des trois grandes agences occidentales ?
- 6) L'agence a-t-elle une vocation commerciale ? Comment est-elle rémunérée ?
- 7) Quelle est la part de marché de Dagong sur le marché intérieur chinois ? Ses clients sont-ils plutôt des entreprises ou des entités publiques ?
- 8) L'agence a-t-elle des bureaux et/ou des clients en dehors de Chine ?
- 9) Quel est le chiffre d'affaires de Dagong et sa marge bénéficiaire ?
- 10) La méthodologie de l'agence est-elle comparable à celle des trois grandes agences ?
- 11) Existe-t-il les mêmes procédures de notation que dans les trois grandes agences : binôme de notateurs, comités de notation etc. ?
- 12) Le « code de conduite » de l'agence est-il comparable à celui des trois grandes agences et de manière générale se conforme-t-elle aux codes de conduite internationaux ?
- 13) Les règles déontologiques, notamment en ce qui concerne la prévention des conflits d'intérêts, sont-elles comparables à celles en vigueur chez les trois grandes agences mondiales de notation ?
- 14) L'agence fait-elle l'objet d'une quelconque réglementation en Chine ? Si oui, quelles en sont les caractéristiques ? Y a-t-il une autorité de supervision ? Avec quels pouvoirs ?
- 15) Les investisseurs chinois et les investisseurs étrangers en Chine attachent-ils une grande importance aux notes émises par Dagong ou s'intéressent-ils plutôt aux notes émises par les trois grandes agences mondiales de notation ?
- 16) Observe-t-on des écarts significatifs entre les notes émises par Dagong et celles des autres agences pour un même émetteur ?
- 17) En dehors de Chine, l'agence a-t-elle sollicité et obtenu un enregistrement auprès d'autorités de supervision étrangères ?

Commentaires éventuels :

## AUSTRALIE

- 1) **Dispose-t-on de données sur la taille et l'évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l'Etat, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s'y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?**

En mars 2011, la Reserve Bank of Australia communiquait les chiffres suivants s'agissant du marché obligataire australien (voir tableau infra du total du stock, émis on et off shore):

- **Dette non-gouvernementale** : 938 Mds AUD, soit 62,6% du PIB<sup>1</sup>, décomposés en :
  - o 485 Mds AUD émis par les banques ;
  - o 27 Mds AUD émis par les institutions financières para-bancaires
  - o 186 Mds AUD émis par les entreprises non-financières ;
  - o 130 Mds AUD émis par les non-résidents en dollars australiens (Kangaroo bonds);
  - o 110 Mds AUD émis en obligations subordonnées (principalement en obligations subordonnées à des prêts immobiliers).

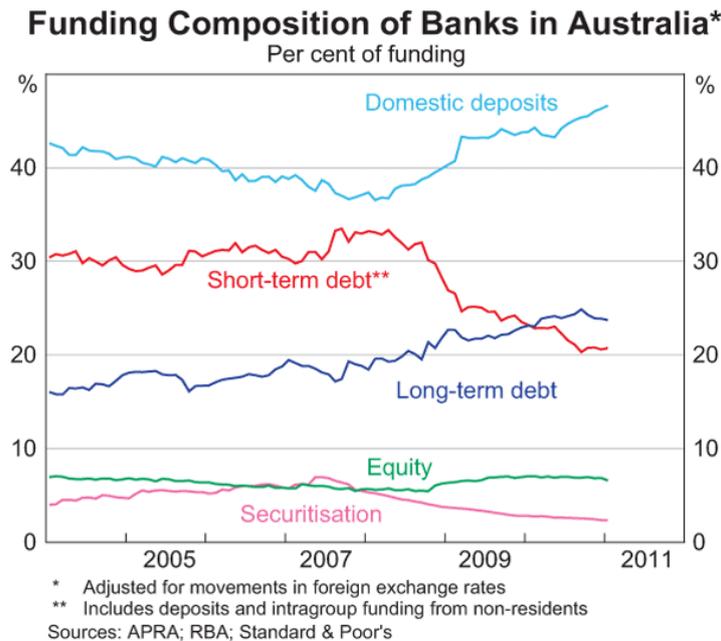
---

<sup>1</sup> Prévisions PIB 2012 en AUD courant : 1499 Mds AUD (sources FMI- World Economic Outlook 2012)

	Bank bonds (including covered bonds)				Bonds issued by non-bank financials				Non-financial corporate bonds				Kangaroo bonds		Asset-backed securities (including RMBS)			
	Issuance-Onshore	Issuance-Offshore	Outstanding-Domestic	Outstanding-Offshore	Issuance-Onshore	Issuance-Offshore	Outstanding-Domestic	Outstanding-Offshore	Issuance-Onshore	Issuance-Offshore	Outstanding-Domestic	Outstanding-Offshore	Issuance-Onshore	Total outstanding	Issuance-Onshore	Issuance-Offshore	Outstanding-Domestic	Outstanding-Offshore
mars 11	4,47	10,42	173,30	329,87	0	0,17	11,4	16,59	1,4	2,77	43,45	125,76	2,23	133,84	1,59	0,75	80,24	26,48
avr 11	1,45	3,99	171,91	327,17	0,08	0,37	11,42	16,96	1,27	3,88	44,72	129,05	1	133	5,27	0,00	83,48	25,62
mai 11	6,35	3,75	176,89	327,84	0	1,74	11,07	18,3	0,68	4,05	44,84	132,12	4,38	137,1	2,71	0,18	84,15	24,93
juin 11	2,80	3,43	173,53	323,85	0,14	0,13	10,81	18,26	0,33	0,93	43,54	129,04	2,78	134,32	3,13	0,00	85,26	24,07
juil 11	5,08	4,37	176,91	323,52	0,15	0	10,96	17,42	0	0	43,29	128,99	4,53	137,7	2,52	0,80	87,19	24,55
août 11	0,00	2,08	173,29	321,24	0	0,1	10,76	17,52	0	0,28	43,29	128,65	0,85	135,95	0,20	0,00	86,81	24,24
sept 11	0,32	0,73	171,67	320,26	0,28	0	11,04	17,5	0,2	2,2	42,93	130,46	0,55	135,2	2,39	0,39	88,62	24,31
oct 11	2,00	1,93	171,19	318,15	0	0,25	11,04	17,75	0,5	2,72	42,66	133,1	0,25	134,76	4,24	0,17	91,46	23,4
nov 11	0,00	2,43	168,34	313,36	0,15	0,49	10,14	18,23	0,27	5,8	42,4	138,34	0,43	134,48	2,47	0,65	92,52	22,95
déc 11	0,02	2,48	166,76	308,76	0,05	0	9,84	17,96	0,3	0	42,25	137,88	0	133,48	0,47	0,00	91,59	21,87
janv 12	6,65	12,53	170,39	308,93	0	0,01	9,84	17,98	0,43	0,92	42,68	138,43	0,58	129,35	0,00	0,00	90,60	21,16
févr 12	5,62	7,07	174,34	310,62	0,15	0,28	9,95	16,97	0,5	5,13	43,18	143,54	3,65	130,38	0,00	0,00	89,54	20,39
mars 12	8,25	12,06			0	0,1			1,55	6,12			5,33		0,86	0,47		

Le fléchissement du recours au marché obligataire observé aujourd'hui est lié au ralentissement du marché immobilier et, en parallèle, à la forte hausse des dépôts des particuliers (qui épargnent beaucoup plus qu'avant la crise), ainsi qu'à l'augmentation du recours des sociétés non financières - principalement dans le secteur minier - à l'autofinancement, grâce à leurs bons résultats des derniers mois<sup>2</sup>.

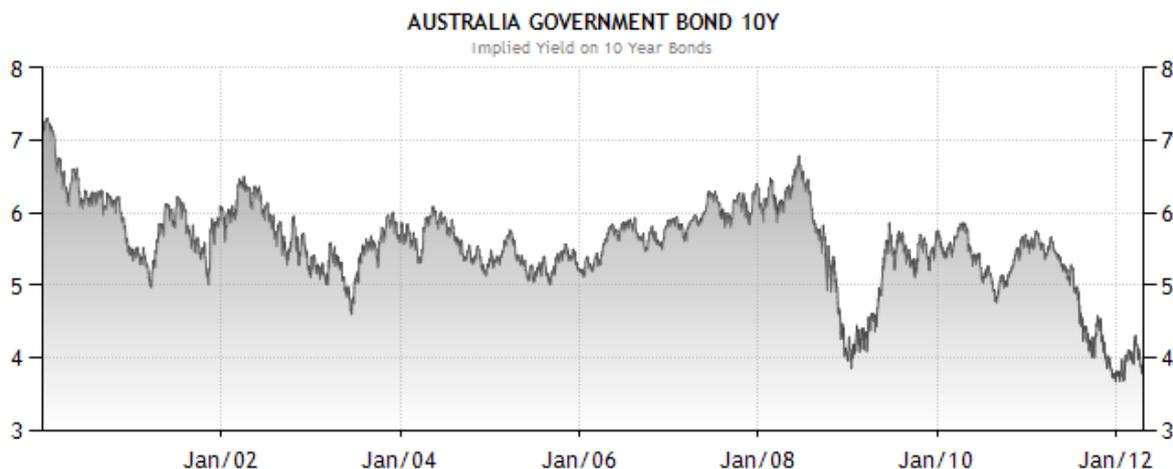
*Evolution des sources de financement des banques australiennes les 6 dernières années. :*



- **Dettes gouvernementales (Gouvernement fédéral et Etats) :**
  - o 228,46 Mds AUD émis par le **Gouvernement fédéral** au 20 avril 2012, soit 15% du PIB. Cette dette est notée AAA par Standard & Poor's.
    - 195,988 Mds AUD en bons du Trésor ;
    - 15,819 Mds AUD en bons du Trésor cotés ;
    - 16,600 Mds AUD en billets du Trésor (court terme) ;
    - 19 Mds AUD en autres obligations.

Sur les douze derniers mois, le rendement de la dette souveraine australienne a diminué de 1,65%. Le point bas a été atteint en décembre 2011 avec un taux de 3,67% (à comparer au point haut atteint en mai 1982, avec 16,40 points, sachant que la moyenne sur vingt ans a été de l'ordre de 7,88 points).

<sup>2</sup> Sur l'année fiscale 2010-2011, les 200 entreprises listées à l'ASX 200 auraient gardé en Trésorerie 166,45 Mds AUD, comparés aux 127,95 Mds de l'année fiscale précédente. Sur la même année, leurs dépôts auraient atteint 304 Mds AUD, soit une proportion de 15% par rapport à leur passif, contre 8,7% du début de l'année 2008. L'augmentation des dépôts des ménages sur les comptes en banques a été de 8 % sur la même année fiscale



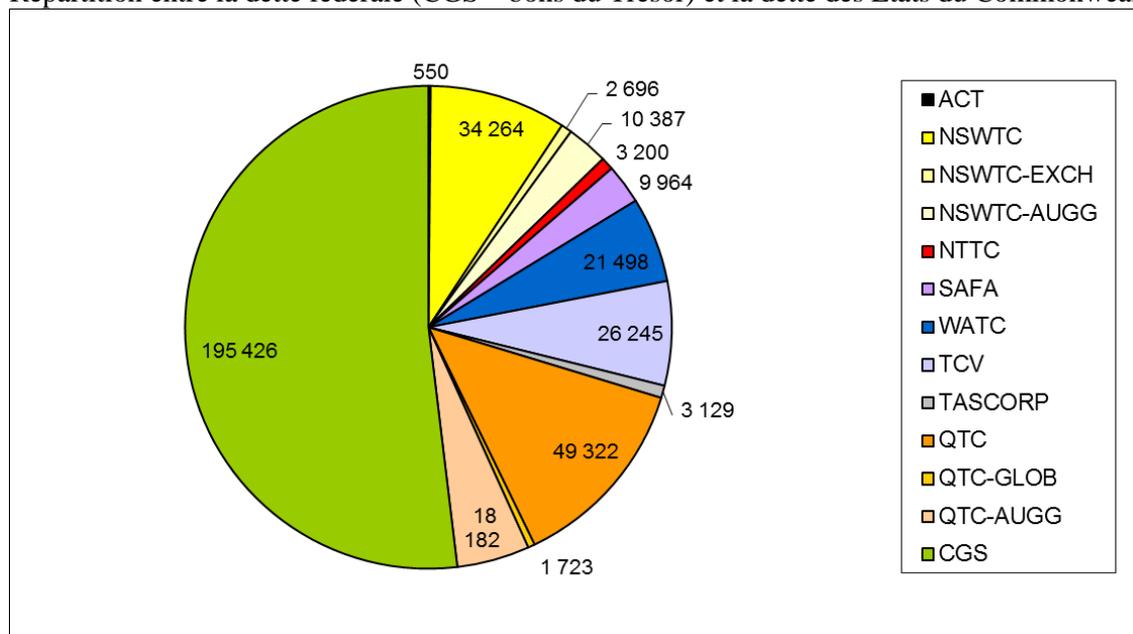
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | AUSTRALIA DEPARTMENT OF TREASURY

- 181,160 Mds AUD émis par les **Etats du Commonwealth**, soit 12% du PIB. Cette dette est notée AAA par Standard & Poor's sauf celle du Queensland, de la Tasmanie et du Territoire de la Capitale fédérale notée AA+. La dette contractée par les Etats de la Fédération est en diminution puisqu'elle se montait à 200,5 Mds AUD à la fin du mois de juin 2011.

**Obligations émises par les Territoires du Commonwealth en millions d'AUD**

ACT (Territoire de la Capitale fédérale)	550
New South Wales	47 347 dont 10 387 garantis par le fédéral
Northern Territories	3 200
Southern Australia	9 964
Western Australia	21 498
Victoria	26 245
Tasmanie	3 129
Queensland	75 000 dont 21 000 garantis par le fédéral <sup>3</sup>

Répartition entre la dette fédérale (CGS – bons du Trésor) et la dette des Etats du Commonwealth :



Sources Bloomberg

<sup>3</sup> S'agissant du Queensland, ces chiffres comprennent la dernière émission obligataire qui date de la fin du mois de mars 2012, mais dont le camembert ne tient pas compte.

2) **Connaît-on le nombre d'entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ?  
Quelle évolution ?**

*L'ASIC nous indique ne pas pouvoir nous communiquer de chiffres actualisés. Ces informations seront éventuellement agrégées fin 2012, grâce aux retours du programme de surveillance des entités notées, mais resteront confidentielles.*

3) **Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?**

La notation par les agences de la dette publique (Fédérale et Etats) n'est pas sollicitée. Toute note non sollicitée doit en porter la mention lors de sa publication.

4) **Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d'emplois par structure, le chiffre d'affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?**

Les six agences de notation enregistrées auprès de l'ASIC sont les suivantes :

1. Standard and Poor's (Australia) Pty Ltd
2. Moody's Investors Service Pty Ltd
3. Fitch Australia Pty Ltd
4. Corporate Scorecard Pty Ltd
5. Australia Ratings Pty Ltd
6. A.M. Best Asia-Pacific Limited

Les 3 principales agences de notation, Moody's (30 analystes à Sydney), Standard & Poor's, et Fitch, sont toutes présentes en Australie sur le marché de la notation du crédit dit « *wholesale* » ou « de gros ». Elles représentent la majeure part du marché australien de la notation de crédit et sont implantées de longue date.

**Corporate Scoregard** se présente comme la leader des agences de notation australienne. **Australia Ratings**, agence de petite taille qui exerce les mêmes fonctions que les 3 grandes, selon la même méthodologie. Elle a été la première à acquérir une licence AFS (voir plus bas) et la première agence à noter les dettes des sociétés et administrations australiennes. Cette agence privilégie le marché de la notation grand public (« *retail* »). Toutefois, elle a les capacités d'évoluer vers un univers de notation plus large. Ses équipes comprennent :

- 5 analystes crédit ;
- 1 responsable marketing/web ;
- 1 responsable de la conformité

L'ASIC ne communique pas les informations sur le nombre d'emplois, le chiffre d'affaires et le résultat, agence par agence mais nous a transmis les données agrégées suivantes pour les six agences enregistrées :

- Nombre d'employés fin 2011 : plus de 315
- Revenus au titre des services financiers : 87,59 M AUD
- Résultat net après impôt : 9,1 M AUD
- Dividendes versés aux actionnaires : 3,1 M AUD

Le 18 avril l'ESMA, *European Securities and Markets Authority*, a remis à la Commission européenne son Technical Advice (ESMA/2012/259) sur les règles applicables aux agences de notation aux Etats-

Unis, au Canada et **en Australie**, afin que celles-ci soient reconnues comme étant équivalentes aux règles européennes. Le processus d'équivalence est distinct de celui d'endossement. Il implique l'ESMA ainsi que la Commission européenne et il est en principe utilisé pour des agences de notation étrangères qui ne disposent pas de filiales dans l'UE (en général, des agences de plus petite taille que les « trois grandes »). La Commission européenne déclare l'équivalence sur la base d'un avis de l'ESMA et après la signature d'un MoU avec les régulateurs nationaux concernés. Lorsque la Commission aura déclaré les réglementations de ces pays tiers équivalentes à la réglementation européenne, les agences de notation enregistrées dans ces pays pourront faire une demande de certification à l'ESMA qui, si elle leur est accordée, permettra aux institutions financières européennes d'utiliser comme base de leurs décisions d'investissement les notations élaborées par ces agences situées dans un pays tiers dont la réglementation est déclarée comme étant équivalente.

[http://www.esma.europa.eu/system/files/2012\\_-259\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2012_-259_0.pdf)

- 5) **Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?**

**La détention obligatoire d'une licence AFS par les agences de notation en Australie, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2010** (voir plus en détail question 8) leur impose de :

- recourir à une méthodologie aussi sévère que celle recommandée par l'ESMA afin de permettre aux notations préparées en Australie d'être utilisables au sein de l'Union Européenne ;
- remplir l'ensemble des critères du *IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (Code IOSCO) afin d'assurer la protection du consommateur et de permettre la commercialisation des notations préparées en Australie sur d'autres marchés ;
- séparer les activités de conseil des activités de notation. Cette séparation doit être opérationnelle. Un analyste dédié à la notation ne devra pas prendre pas à d'autres activités de l'agence, notamment les activités de conseil, pour éviter tout risque de conflit d'intérêt. L'ASIC considère que l'activité de conseil présente un conflit d'intérêt pour toute entité notée ou tierce partie liée et enjoint donc les agences de notation de séparer totalement leurs activités ;
- avoir une continuité dans leur méthodologie de notation, laquelle doit être rigoureuse, systématique et, doit pouvoir être validée objectivement par une lecture historique dans la mesure du possible;
- rendre public tout potentiel conflit d'intérêt pouvant affecter la notation d'un actif d'une manière complète, claire, immédiate, concise, spécifique et visible. Ces conflits d'intérêt devront faire l'objet d'une annonce et être publiés de manière visible sur le site Internet de l'agence, à tout emplacement où sont affichées les notations ;
- réviser régulièrement et de manière rigoureuse sa méthodologie et ses modèles, afin d'en assurer la validité et la pérennité ;
- en cas de révision de sa méthodologie, l'agence devra annoncer au plus vite la liste des notations susceptibles d'être affectées et, dans la limite des six mois, les nouvelles notations de ces actifs.

- 6) **Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?**

Conformément aux accords de Bâle II, le capital réglementaire des banques est calculé sur la base des notations fournies par les agences de notation. Par ailleurs, l'Australie se conformera in extenso aux exigences de Bâle III, et ce dès l'année 2013. De ce fait, le poids des agences de crédit dans la constitution du capital réglementaire des banques sera encore renforcé.

7) **Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?**

C'est l'ASIC, le régulateur des marchés, qui supervise l'activité des agences de notation. Cette Autorité indépendante, dont la compétence recoupe à peu près celle de l'Autorité des marchés financiers, délivre ou retire les **licences de l'Australian Financial Services** (voir question 8).

L'ASIC, communique les informations ci-après sur ses effectifs :

- 50 personnes instruisent et délivrent les licences à tous les fournisseurs de services financiers, y compris les agences de notation ;
- l'équipe de surveillance des banques d'investissement, des dérivés OTC et des hedge funds, ainsi que des agences de notation comporte 28 agents ;
- l'équipe dédiée aux actions dites de dissuasion regroupe 260 collaborateurs, spécialisés selon qu'ils sont affectés aux questions d'intégrité des marchés, aux services financiers, à la gouvernance des entreprises. Cette équipe sera aussi compétente pour les agences de notation, en fonction des infractions que celle-ci pourraient commettre à l'avenir.

Mais dans les faits, l'équipe effectivement en charge de la supervision des agences de notation au sein de l'ASIC ne comprend que deux personnes à temps plein

8) **Y a-t-il une obligation d'enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d'enregistrement ?**

Pour effectuer une activité de notation de crédit, les agences de notation doivent obligatoirement détenir une licence de l'Australian Financial Services depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2010. Ces licences, créées par le *Corporations Act* de 2001 (que l'ASIC met en œuvre), sont obligatoires pour toutes les sociétés offrant un ou des services financiers, sauf exemption.

Avant 2010, ces licences n'étaient pas obligatoires pour la notation de crédit. Mais, compte tenu du rôle que les agences de notation ont pu avoir dans la crise financière depuis 2007, le gouvernement australien, le Trésor et l'ASIC ont révisé l'environnement réglementaire des agences de notation, et ce dès le mois de mai 2008. Le 13 novembre 2008, le gouvernement australien a donc annoncé la suppression de l'exemption de licence AFS pour les agences de notation, et ce à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2009. Le 5 juin 2009, le Ministre en charge de la supervision des Fonds des Pensions et de la Législation des entreprises, Nick Sherry, a annoncé la prolongation de l'exemption jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2010 afin de permettre au Trésor et à l'ASIC de consulter les agences de notation et l'industrie financière sur les modifications des règles d'encadrement des agences de notation qui étaient décidées au même moment, en Europe et aux Etats-Unis.

Les pièces exigées pour obtenir une licence AFS diffèrent selon l'activité financière. Pour la notation de crédit, il est demandé de fournir un **rapport de conformité**. Celui-ci ne doit pas faire plus de 5 pages, et respecter tant les conditions AFS que les recommandations du Code de l'IOSCO, à savoir :

- justification des actions entreprises afin de répondre aux exigences de la License AFS et du Code de l'IOSCO ;
- description des ressources consacrées à la mise en œuvre de ces actions, dont le contrôle interne de conformité;
- description de tout test ou mesures qui ont été ou vont être prises et de leurs résultats ;
- lorsqu'une telle mesure suppose la divulgation d'une information, inclure un hyperlien permettant d'accéder à cette information qui devra être disponible pour le public ;
- description de tout manquement aux objectifs et explication sur les moyens de les régler ;
- inclusion d'une liste des sociétés opérant avec l'agence de notation considérée, ce qui pourrait susciter un conflit d'intérêt et justification des raisons de ce potentiel conflit d'intérêt. Cette information doit être publique ;

- inclusion de la liste des conflits d'intérêt existants ou potentiels qui pourraient influencer sur la décision des analystes. Cette information doit être elle aussi rendue publique.

Ce rapport de conformité, signé par le directeur et le responsable de la conformité de l'agence, doit être renouvelé tous les ans et peut faire l'objet d'une révision partielle à la demande du régulateur. Par ailleurs, les agences de notation doivent transmettre une version détaillée de leur bilan financier à la fin de l'année fiscale (pas au-delà de 4 mois après la fin de l'année fiscale<sup>4</sup>, de même que le rapport de conformité).

Il n'y a pas eu jusqu'ici de refus d'enregistrement d'une agence de notation ni de société dont la demande de licence a été refusée. Cependant, il est important de relever qu'aucune des grandes agences de notation (Standard & Poor's, Moody's, Fitch) n'a souhaité prendre de licence spécifique sur les produits financiers « grand public » (marché de niche). Elles ont préféré se concentrer sur les licences de produits financiers « de gros ».

**9) Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?**

Standard and Poor's est poursuivi en justice depuis octobre 2011 par 13 Conseils locaux du New South Wales (Nouvelle Galles du Sud), pour avoir noté triple A des produits dérivés synthétiques (les *Constant Proportion Debt Obligation Notes*), pourtant très nocifs, ce qui a entraîné une perte de 15 M AUD soit 93% du capital investi par ces conseils en 2006.

Selon les plaignants, même avec les chiffres faussés communiqués par ABN Amro, également visée par la plainte (tout comme le *Local Government Financial Services Pty Ltd*, société qui leur avait conseillé et vendu ces produits financiers), ces produits ne méritaient pas cette notation dans 68% des cas. L'affaire a été portée devant la Cour Fédérale australienne le 4 octobre 2011. Elle a une portée internationale puisqu'il s'agit de la **première fois qu'une agence de notation doit défendre devant une cour ses notations.**

ABN avait indiqué à S&P que la volatilité des deux indices de crédit était de 15% alors qu'elle s'établissait en réalité entre 28% et 30%. La Cour Fédérale a jugé que la mauvaise information transmise par ABN Amro était une « erreur innocente » ou, au pire, un « manque d'attention » car ABN avait encouragé S&P à vérifier ces chiffres.

Durant les dernières auditions, qui se sont déroulées le 28 mars, l'avocat de Standard & Poor's s'est efforcé de démontrer que la notation n'était qu'un « avis consultatif » sur la capacité de l'émetteur à payer les coupons et rembourser le capital à terme, et non une recommandation sur l'achat ou la vente du produit concerné. Par ailleurs, selon l'avocat, si les investisseurs pouvaient se fier à la notation, en revanche, « un ensemble de règles de droit australiennes bien établies » ne permettait pas qu'ensuite le même investisseur puisse poursuivre l'agence pour sa notation. Il a également insisté sur le fait que les 13 Conseils locaux concernés auraient dû lire l'ensemble de l'information financière contenue dans les documents fournis, ce qu'au moins 11 d'entre eux sur 13 n'auraient pas fait.

La Juge Jagot n'a, semble-t-il, pas paru convaincue par les arguments de la défense mais a réservé sa décision qu'elle devra prendre dans un délai de trois mois à compter du 28 mars 2012.

**10) Les autorités de supervision des agences ont-ils une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?**

L'ASIC peut à tout instant retirer la licence d'une agence de notation, lui interdisant immédiatement toute activité sur le territoire australien.

---

<sup>4</sup> L'année fiscale s'échelonne en Australie du 1<sup>er</sup> juillet au 30 juin de l'année suivante.

Par ailleurs, l'ASIC a indiqué préférer un règlement à l'amiable des situations problématiques plutôt que l'ouverture de poursuites judiciaires et/ou le retrait de la licence qui n'est envisagés qu'en dernier recours. Compte tenu de ce que le cadre légal de la supervision des agences de notation en Australie ne date que de 2010, il est encore un peu tôt pour s'assurer de la façon dont l'ASIC exercera en pratique son activité de supervision des agences.

**11) Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangère ?**

Comme indiqué à la question 5, l'ASIC aligne sa réglementation tant sur les recommandations de l'ESMA que sur celles de IOSCO afin de favoriser la commercialisation offshore des produits notés en Australie, ainsi que leurs notations.



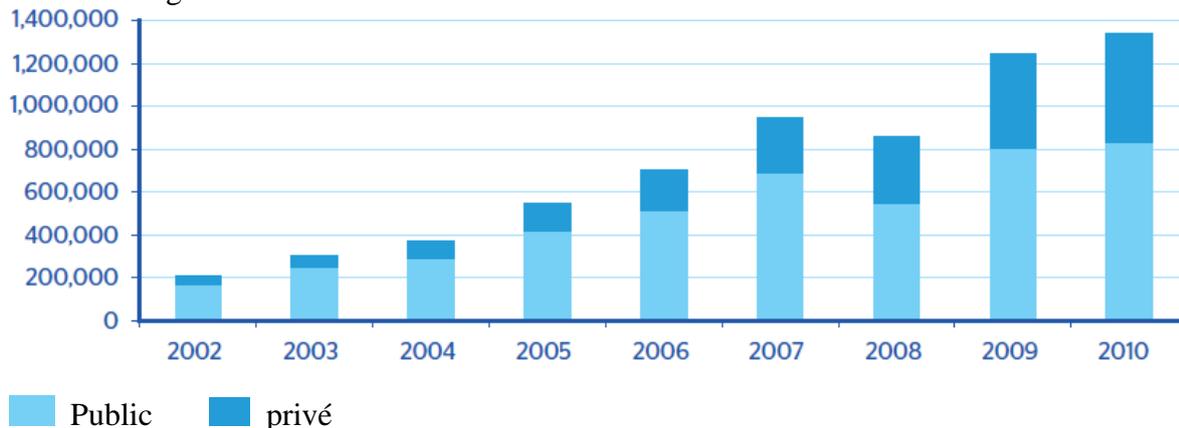
## BRESIL

**Résumé :** Suite à la crise financière mondiale et aux tensions sur les dettes publiques européennes, le Brésil lance en 2011 une réflexion aboutissant le 25 avril 2012 à un cadre national sur la réglementation des activités de notation. Sont principalement visées le poids donné aux agences dans la réglementation prudentielle actuelle, ainsi qu'une exigence de transparence du processus de notation.

### Eléments locaux de contexte

- 1) **Dispose-t-on de données sur la taille et l'évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l'Etat, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s'y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?**

Marché obligataire brésilien en M USD



Le marché des titres de la dette publique est un marché relativement récent, puisqu'il ne s'est développé qu'au milieu des années 60, lorsque l'indexation des obligations sur l'inflation a été autorisée, puis qu'est apparu un marché secondaire relativement actif. Les périodes d'hyperinflation ont toutefois remis en cause ce développement, du fait de la suppression de l'indexation sur l'inflation et des pertes importantes enregistrées par les investisseurs. Ce n'est qu'à la suite du Plan Real de juillet 1994 que le marché des titres de la dette publique négociable a connu un véritable essor, l'encours passant de 6% du PIB en 1990 à plus de 43% aujourd'hui.

La nette amélioration des fondamentaux au cours de la décennie 2000 a permis à l'Etat de modifier en profondeur la structure de la dette publique négociable. La part de la dette à taux variable est ainsi revenue de plus de 50% au début de la décennie à 30,1% en 2011, tandis que l'encours de la dette à taux fixe, quasiment nul en 2000, représentait un tiers de la dette publique négociable fin 2011.

Enfin, la dette indexée sur le taux de change, qui constituait l'un des talons d'Achille des finances publiques brésiliennes a nettement reculé, après un pic de 37% fin 2002, pour représenter en fin de période 4,4% de l'encours total.

Le marché des titres de la dette privée, qui demeurait d'une ampleur assez limitée jusqu'à une date récente, notamment du fait de l'histoire financière chaotique du pays, a enregistré une progression spectaculaire ces dernières années. Si les premiers emprunts obligataires ont été effectués à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, le marché des titres de la dette privée a pris son essor dans le courant de la dernière décennie, après la mise en place du Plan Real. Le stock de titres de dette, émis par des entreprises du secteur privé, tant financier que non financier est ainsi passé de 3% du PIB en 1992 à 32% à la fin du premier semestre 2009. Par ailleurs, il convient de souligner le renforcement de cette tendance au cours des cinq dernières années : l'encours des obligations *corporate* est ainsi passé de 17 Mds USD fin 2004 à 108 Mds USD au 30 juin 2009 et celui des certificats de dépôts émis par les banques a progressé de 49 Mds USD à 309 Mds USD sur la même période.

Les obligations *corporate* émises ont une maturité moyenne de 3 à 5 ans et sont essentiellement émises à taux flottant (taux *overnight*). En revanche, le *commercial paper* est à ce jour relativement peu répandu, les entreprises ayant de préférence recours aux banques pour financer leur besoin en fonds de roulement. La liquidité sur le marché secondaire des obligations *corporate* est nettement plus faible que celle constatée sur celui des titres d'Etat.

Ce développement devrait se poursuivre au cours de la décennie 2010.

Du côté de l'offre, l'essor prévisible du crédit immobilier (il ne représente actuellement que 2% du PIB, et une banque publique, la Caixa Economica Federal, joue de fait un rôle prépondérant dans cette activité) devrait s'accompagner d'un allongement de la maturité des passifs bancaires. L'adoption d'une mesure législative permettant aux banques d'allonger la maturité de leurs crédits en les autorisant à émettre des titres de dette à long terme va dans ce sens et devrait en outre contribuer à accentuer la présence des banques dans le financement de l'investissement productif, activité où la Banque Nationale de Développement Economique et Sociale (BNDES) dispose actuellement d'un monopole de fait.

Du côté de la demande, l'offre de titres de dette émise tant par le secteur privé non financier que par les institutions financières devrait également ouvrir des perspectives de diversification attractives pour certains investisseurs, comme les fonds d'investissement ou les banques, qui demeurent extrêmement prudents dans leur politique de gestion d'actifs et privilégient encore les titres d'Etat. Au fur et à mesure que la convergence du taux Selic, déjà bien enclenchée, ramènera celui-ci vers des niveaux proches de ceux constatés sur la plupart des autres marchés, il est probable que les investisseurs brésiliens chercheront à diversifier leurs supports de placements.

Un frein toutefois à la diversification d'actifs réside dans un système de retraite par répartition relativement généreux, qui, dans sa nature, contraste avec celui mis en place par nombre de pays de la zone (Mexique, Chili, notamment), qui ont introduit des dispositifs de capitalisation.

## 2) **Connaît-on le nombre d'entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ? Quelle évolution ?**

Nous ne disposons pas de données agrégées pour l'ensemble des acteurs sur le marché brésilien. On peut néanmoins citer l'exemple de Standard & Poor's Brasil, passé depuis son implantation à São Paulo en 1998 de 26 notations attribuées à 238 en 2011. Les contacts joints anticipent une poursuite de la croissance de l'activité de notation notamment face aux besoins de financements des entreprises brésiliennes en phase d'internationalisation.

3) **Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?**

La notation de la dette souveraine du Brésil est non sollicitée. Cette pratique n'est pas constatée en dehors de cet exemple.

4) **Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d'emplois par structure, le chiffre d'affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?**

L'ensemble des acteurs actuels se sont implantés au Brésil au cours de la décennie 90 sous formes de sociétés anonymes. Les trois principales agences mondiales Standard & Poor's, Moody's et Fitch sont présentes. On compte de plus trois agences brésiliennes, Austin Rating, SR rating et LF rating.

Fitch est aujourd'hui leader du marché (ainsi que du marché sud-américain), depuis son rachat des activités d'Atlantic rating en 2003.

Un septième acteur issu du départ de cadres d'Austin rating arrive dans le secteur avec Liberum rating.

5) **Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?**

A la suite de la crise financière, le Brésil participe à la réflexion au sein du G-20 sur le contrôle des activités des agences concernant la fiabilité des notations fournies, les effets pro cycliques induits et le poids donné aux agences dans la réglementation financière.

Jusqu'à très récemment le Brésil ne possédait pas de législation spécifique aux activités de notations. Après les consultations lancées au deuxième trimestre 2011, la CVM (Commission des Valeurs Mobilières, le régulateur des marchés financiers) a proposé le 12 Janvier 2012 une première piste de réglementation largement inspirée de l'expérience européenne (la réglementation aux Etats-Unis est citée dans une moindre mesure), particulièrement du *règlement 1060* de la commission européenne (2009) et a lancé une période de consultation avec les professionnels du secteur.

Le 25 avril 2012 la CVM a publié la *directive 521* régulant les activités de notation au Brésil et prévoyant principalement :

- l'obligation d'enregistrement auprès de la CVM (autorité de supervision désignée) avec transmission de la structure organisationnelle et de la méthodologie de notation (y compris pour les agences non-brésilienne désirant obtenir une licence) ;
- l'obligation d'enregistrement pour les agences de notations étrangères auprès d'autorités de supervisions dans leur pays d'origine, appliquant une régulation au moins équivalente aux normes brésiliennes. Egalement obligation de posséder un représentant légal au Brésil ;
- des obligations de transparences avec mise à disposition sur internet du code déontologique, de la méthodologie de notation de l'agence, de ses performances, ainsi que des avis préliminaires non publiés par les commanditaires. L'ensemble de ces informations doivent être mis à jour annuellement ;
- la transmission à la CMV d'un rapport pour chaque note émise comprenant notamment la méthodologie utilisées, les données pertinentes retenues, les actualisations de la note, les éventuelles limites à la notation attribuées ainsi que les potentiels conflits d'intérêt pouvant remettre en cause la neutralité de l'agence dans son activité ;
- la mise en place d'un code de conduite de l'agence assurant la qualité de l'information transmise, son actualisation, l'indépendance des agents, la prévention des conflits d'intérêts ;
- le contrôle interne par un administrateur indépendant disposant des pouvoirs et des ressources nécessaires à la vérification de la qualité de l'activité de notation ;

- l'obligation de séparation (y compris physique) des activités de notation d'autres activités afin de prévenir les conflits d'intérêts ;
- la publication de la politique de rémunération de l'entreprise ;
- la conservation d'archives pour un minimum de 5 ans ;
- la possibilité de suspension ou d'annulation de la licence en cas d'infraction à la réglementation ou au code de conduite mis en place.

**6) Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?**

En relation avec les accords de Bâle II la banque centrale brésilienne impose aux établissements bancaires la prise en compte des notes pour l'évaluation du risque prudentiel. Les autorités reviennent néanmoins actuellement sur cette pratique face à la confiance excessive des investisseurs dans les notations attribuées et le poids jugé trop important donné aux agences.

Le Coremec (Comité de Régulation et Fiscalisation des Marchés Financiers, coordonnant les activités de régulation financière de la banque centrale du Brésil, de la CVM et du ministère des finances) est chargé de proposer d'ici la fin du premier semestre 2012 un cadre national visant à minimiser voir éliminer l'utilisation réglementaire des notes au sein du secteur bancaire.

**7) Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?**

La CVM (Commission des Valeurs Mobilières) chargée de la régulation du marché des valeurs mobilières est désignée comme autorité de supervision au Brésil. Celle-ci dépend du ministère des finances et est chargée de la supervision. Elle dispose notamment de pouvoirs normatifs et disciplinaires.

**8) Y a-t-il une obligation d'enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d'enregistrement ?**

La réglementation détaille les obligations d'enregistrement y compris pour les agences étrangères désirant opérer au Brésil. Celles-ci sont principalement pour les agences brésiliennes des obligations d'information (implantation, structure de l'entreprise, méthodologie...) et de moyens (en vue d'une qualité minimum de notation). Les agences non-brésiliennes doivent posséder une représentation au Brésil et être enregistrées auprès d'une autorité étrangère appliquant une réglementation au moins équivalente aux pratiques brésiliennes.

Aucun cas de refus n'a pour l'instant été constaté.

**9) Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?**

Au-delà des possibilités de suspension ou d'annulation de licence en cas d'infraction à la directive CVM 521, les agences de notation sont responsables au civil de leur bonne foi et des préjudices subis. Aucune action juridique n'a été entreprise à ce jour à notre connaissance. L'activité de notation est relativement récente au Brésil et n'a, jusqu'à récemment, pas attiré l'attention des autorités.

**10) Les autorités de supervision des agences ont-elles une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?**

La CVM dispose de pouvoirs normatifs et disciplinaires. Elle peut suspendre les licences en cas d'infraction à la réglementation brésilienne ou au besoin faire évoluer cette dernière.

**11) Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangère ?**

Les autorités brésiliennes ne se sont pas directement coordonnées avec les autorités de contrôle étrangères pour la rédaction du projet de réglementation. Celles-ci se réfèrent néanmoins largement à la réflexion menée au sein du G-20 sur les activités de notation ainsi qu'à l'expérience de l'Union européenne et des Etats Unis dans le rapport remis par la CVM.

L'Autorité européenne de régulation des marchés financiers a annoncé le 27 avril 2012 la mise en place d'un accord de coordination avec la CVM pour la supervision des agences de notation. Le cadre réglementaire brésilien est également reconnu comme conforme à la législation européenne.

A notre connaissance, un accord de coopération n'est pas encore engagé avec la *Securities and Exchange Commission* américaine.



## CANADA

*Le Canada est le seul pays du G20 qui ne dispose pas d'une commission nationale des valeurs mobilières, cette compétence relevant des autorités provinciales.*

*Si la volonté du Gouvernement fédéral de créer en 2012 une agence nationale des valeurs mobilières était forte et avait été engagée depuis 5 ans, la Cour suprême a refusé le 22 décembre 2011 le projet du Gouvernement de créer une telle commission nationale. Toutefois, l'harmonisation des réglementations provinciales sur le sujet est très importante.*

*Jusqu'à très récemment, l'activité des agences de notation n'était pas encadrée au Canada. Un règlement publié le 27 janvier 2012 a comblé ce vide (règlement 25-101 sur les agences de notation désignées). Il est entré en vigueur, très récemment, le 20 avril 2012. Les éléments de cette note intègrent ce nouveau cadre réglementaire, mais il faudra attendre toutefois plusieurs mois pour en mesurer la portée réelle.*

- 1) **Dispose-t-on de données sur la taille et l'évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l'État, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s'y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?**

**Le gouvernement fédéral est le plus important émetteur sur le marché obligataire canadien.** L'État canadien émet des obligations à son nom et il garantit également le capital et les intérêts sur des obligations émises par des sociétés d'État fédérales, dont la Société canadienne d'hypothèques et de logement, la Société du crédit agricole Canada, la Commission canadienne du blé, Exportation et Développement Canada et la Banque de développement du Canada.

Après les obligations de l'État canadien, **les obligations des administrations provinciales et municipales ainsi que de leurs organismes constituent le deuxième secteur le plus important** du marché obligataire canadien. Les administrations provinciales émettent activement des obligations pour financer les déficits occasionnés par les dépenses engagées pour les travaux publics et le bien-être collectif. Comme bon nombre de ces projets sont à long terme, les titres d'emprunt émis dans ce secteur ont tendance à avoir des durées plus longues. Les obligations des administrations provinciales négociées activement comptent pour environ 20 % du marché obligataire total; les émissions municipales représentent quant à elles environ 2 % du marché. La taille du marché dans chaque secteur a augmenté constamment au cours des 10 dernières années.

La plupart des obligations des administrations provinciales se négocient à un écart de rendement par rapport à une obligation de l'État canadien de même échéance. Cet écart de rendement tient compte de la cote de solvabilité habituellement inférieure et de la liquidité réduite des titres provinciaux.

Les obligations municipales ne sont pas automatiquement garanties par la province concernée, à l'exception de quelques cas bien spécifiques. Une telle garantie aurait pour effet d'abaisser la cote des provinces. Les obligations municipales présentent plutôt une cote qui varie notamment en fonction des recettes fiscales que la municipalité est en mesure de recueillir pour payer les intérêts sur ses émissions de titres d'emprunt. La durée à l'échéance de ces titres varie habituellement entre quelques mois et 30 ans. Les émissions les plus liquides sont les grandes émissions récentes échéant dans 5, 10 et 30 ans.

Les **entreprises canadiennes** sont principalement des PME qui utilisent principalement l'autofinancement et les emprunts bancaires. Pour les grandes sociétés, il n'existe pas réellement de statistiques sur la répartition des modes de financement. Les principales sources sont toutefois l'emprunt, l'émission d'actions ordinaires ou privilégiées puis l'émission de titres d'emprunt.

L'utilisation des obligations de sociétés est ancienne mais concerne une **partie marginale** des entreprises canadiennes.

Il existe également des obligations étrangères, aussi appelées obligations Yankee, émises par des entités canadiennes, mais libellées en devises US et dont les intérêts sont versés en dollars US. Les émetteurs incluent les gouvernements fédéral et provinciaux, les organismes d'État et plusieurs sociétés canadiennes.

Des **éléments statistiques et historiques** relatifs aux obligations et à leur ventilation par type d'émetteur figurent **en annexe**. Elles concernent tant les émissions nettes que les encours (source Banque du Canada).

2) **Connaît-on le nombre d'entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ?  
Quelle évolution ?**

**Les autorités de régulation canadiennes ne suivent pas directement ce genre d'informations.**

En Europe, la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) a mis en place un référentiel central (*Central Repository - CEREP*) pour la publication de statistiques sur l'activité de notation et les performances de notation des agences de notation.

La base de données CEREP fournit des informations sur les notations émises par des agences qui sont enregistrées ou certifiées dans l'Union européenne, et permet aux investisseurs d'évaluer la performance et la fiabilité des notations de différents types de notes, de classes d'actifs et de régions géographiques au cours de la période de choix.

La base de données CEREP comprend également des informations statistiques sur des notations émises au Canada et utilisées dans un but réglementaire au sein de l'Union européenne.

3) **Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?**

La pratique de notations non sollicitées se produit **très rarement** au Canada.

La nouvelle réglementation 25-101 exige que chaque agence de notation désignée doit divulguer ses politiques et procédures en matière de notations non sollicitées.

4) **Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d'emplois par structure, le chiffre d'affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?**

Il y a **quatre agences** de notation ayant des activités au Canada. Chacune d'entre elles est également une agence de notation *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* ("NRSRO") régie par la Commission américaine *Securities and Exchange* («SEC»). En termes de parts de marché, ces agences sont :

- **Dominion Bond Rating Service (DBRS)**, plus grande agence de notation en termes d'opérations au Canada et dont le siège social est situé à Toronto, en Ontario. Actuellement, DBRS note plus de 1000 entreprises différentes émettant du papier commercial, de la dette à long terme et des actions privilégiées dans les marchés de capitaux mondiaux. DBRS est une agence indépendante sous actionnariat privé.
- **Standard & Poor's Ratings Services Canada** («S & P Canada»), composante de l'entité juridique Standard & Poor's.
- **Moody's Canada Inc**, entité canadienne affiliée de Moody's Investors Service. Moody's Canada Inc, dont l'agence d'analystes basée à Toronto note plus de 300 émetteurs canadiens.
- **Fitch, Inc** (activité de notation dépendante de "Fitch Ratings") a une succursale canadienne située à Toronto, en Ontario.

5) **Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?**

Le **27 janvier 2012**, les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) (*Canadian Securities Administrators – CSA*) ont annoncé la publication du **Règlement 25-101** sur les agences de notation désignées (NI 25-101), qui impose des obligations aux agences de notation souhaitant voir leurs notations utilisées dans la législation sur les valeurs mobilières.

Cette initiative a été prise en réponse aux engagements du G20 et les initiatives de l'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO – OICV)* relatives aux marchés du crédit.

Le 6 octobre 2008, les ACVM ont publié un document de consultation publique intitulé «*Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des BTAA*» (le document de consultation). Les principales propositions contenues dans le document de consultation sont les suivantes:

- Mettre en place un cadre réglementaire applicable aux agences de notation (*credit rating agencies or organization – CRO*), et
- Fournir aux ACVM la possibilité d'effectuer des examens de conformité et d'engager des poursuites contre les agences dans le cas d'un comportement contraire à l'intérêt public.

Le projet NI 25-101 a été publié pour commentaires le 16 juillet 2010 (la proposition de 2010) et le 18 mars 2011 (la proposition de 2011).

La proposition de 2010 aurait exigé qu'une agence de notation désignée établisse, maintienne et s'assure de la conformité avec un code de conduite conforme à chacune des dispositions du *IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (Code de conduite de l'OICV pour les agences de notation). Toutefois, dans l'esprit du Code de l'OICV, la proposition de 2010 aurait également permis à une agence de notation désignée de s'écarter d'une ou de plusieurs dispositions du Code de l'OICV, dans certaines circonstances, selon le principe «*se conformer ou expliquer*».

La proposition de 2011 tendait à être compatible avec l'élaboration de nouvelles normes internationales, et devait faciliter la détermination d'équivalences avec les dispositions européennes. La proposition de 2011 a abandonné le principe «*se conformer ou expliquer*» et exige des agences de notation d'établir, de maintenir et de se conformer à un code de conduite qui intègre une liste de dispositions énoncées dans le règlement. Ces dispositions sont basées essentiellement sur le code de l'OICV et ont été complétées et modifiées afin de répondre aux nouvelles normes internationales.

**Le règlement NI 25-101 est entré en vigueur le 20 avril 2012.** Il établit un cadre réglementaire de la supervision des agences de notation en les obligeant de demander à **devenir «agence de notation désignée» et adhérer à une série de règles** telles que:

- établir des politiques et procédures raisonnablement conçues pour identifier et gérer les conflits d'intérêts pouvant surgir dans le cadre de l'émission de notations,
- ne pas émettre ou maintenir une notation en cas de conflit d'intérêt,
- nommer un responsable de la conformité, responsable de la surveillance et de l'évaluation de la conformité de l'agence de notation avec son code de conduite et le cadre réglementaire proposé,
- établir des politiques et procédures raisonnablement conçues pour empêcher l'utilisation inappropriée et / ou la diffusion de certaines informations confidentielles, y compris des notations en attente ou non divulguées,
- tenir un fichier annuel contenant l'ensemble des renseignements prescrits.

Afin de mettre en œuvre le régime de réglementation NI 25-101, des modifications ont été apportées aux législations locales des valeurs mobilières, notamment:

- (i) Le pouvoir de désigner une agence de notation,
- (ii) Le pouvoir de mener des examens de la conformité d'une agence de notation, et d'exiger d'elle de fournir aux autorités en valeurs mobilières l'accès à leurs livres, renseignements et documents pertinents,
- (iii) Le pouvoir de prendre une ordonnance enjoignant à une agence de notation de se soumettre à un examen de ses pratiques et procédures, lorsque cette ordonnance est jugée nécessaire à l'intérêt public,
- (iv) Confirmer que les autorités en valeurs mobilières ne peuvent pas diriger ou réglementer le contenu des notations ou les méthodes utilisées pour déterminer ces notations.

Le règlement NI 25-101 est également destiné à être **compatible avec d'autres réglementations internationales similaires**, ainsi que les dispositions de la Commission Européenne relatives à l'endossement et à la certification, de sorte que les participants au marché européen peuvent s'appuyer sur les notations des agences canadiennes associées à celles enregistrées en Europe.

Le 15 mars 2012, l'ESMA a publié un communiqué de presse annonçant qu'elle considérait le règlement NI 25-101 « aussi strict que » la réglementation européenne (règlement n ° 1060/2009).

Le 18 avril 2012, l'ESMA a publié son avis technique à la Commission européenne sur l'équivalence du régime réglementaire des agences de notation au Canada. Le rapport reconnaît l'équivalence entre le cadre juridique et de surveillance du Canada et le régime réglementaire de l'UE pour les agences de notation.

Une fois que la Commission européenne a déclaré le régime d'un pays tiers équivalent à celui de l'UE, les agences de notation qui sont établies uniquement dans ce pays peuvent présenter leur demande à l'ESMA afin d'être certifiées dans l'UE, et voir leurs notes utilisées directement par les institutions financières de l'Union Européenne.

**6) Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?**

**La législation canadienne sur les valeurs mobilières comprend des références aux notations de crédit.** Certaines de ces dispositions autorisent un traitement différent basé sur la notation de crédit. Par exemple, les titres de créance à court terme très bien notés peuvent être distribués en vertu d'une exemption d'enregistrement et de prospectus, peuvent être distribués par prospectus simplifié, sont des «titres admissibles» pour les fonds communs de placement et sont des placements admissibles aux fonds du marché monétaire. Ces dispositions comprennent actuellement des références à «notation approuvée» (*approved rating*), «notation de crédit approuvée» (*approved credit rating*) et «agence de notation agréée». Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) est responsable de la réglementation des banques, des compagnies d'assurance, sociétés de fiducie, les sociétés de prêt et les régimes de retraite au Canada.

**7) Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?**

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières sont chargées de la supervision des agences de notation de crédit qui opèrent au Canada et de leur conformité avec le règlement 25-101. Les territoires représentés au *CSA Credit Rating Comité* (le Québec, l'Ontario, l'Alberta et la Colombie-Britannique) avaient un total de **6 membres du personnel chargés de la mise en œuvre du règlement 25-101**. Les ACVM vont également consacrer des ressources supplémentaires pour effectuer les examens de conformité de chaque «agence de notation désignée», bien que le nombre exact d'employés ne soit pas encore déterminé.

8) **Y a-t-il une obligation d'enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d'enregistrement ?**

**Le règlement 25-101 impose des exigences pour les agences de notation qui souhaitent que leurs notations soient admissibles pour une utilisation dans la législation sur les valeurs mobilières.**

À cet égard:

- (i) Les agences de notation qui souhaitent que leurs notations soient utilisées doivent demander à devenir une agence de notation désignée (DRO) et se conformer à chacune des dispositions de la NI 25-101.
- (ii) Les demandes sont reçues sur une base volontaire. Si une agence de notation ne veut pas que ses cotations soient admissibles ni utilisées, elle n'est pas soumise au règlement 25-101.

Une agence de notation qui souhaite devenir agence de notation désignée doit déposer un formulaire 25-101F1 et fournir les **renseignements suivants**:

- La structure organisationnelle de l'agence ;
- La liste de ses filiales ;
- Une copie du code de conduite ;
- Une description des procédures et des méthodologies utilisées dans la détermination des notations ;
- Une description des politiques et des procédures adoptées et mises en œuvre pour prévenir l'utilisation abusive de documents et d'informations non publiques ;
- Une description des politiques et des procédures pour traiter et gérer les conflits d'intérêt ;
- Certaines informations relatives aux analystes de crédit de l'agence ainsi que leurs superviseurs ;
- Certaines informations concernant le responsable de la conformité désigné ;
- Une liste des principaux utilisateurs des services de notation selon le montant des recettes nettes acquises pendant l'exercice se terminant immédiatement avant la date de la demande initiale ;
- Les états financiers pour chacune des trois années civiles ou financières se terminant immédiatement avant la date de la demande initiale ;
- Les informations concernant les revenus pour l'année financière ou civile se terminant immédiatement avant la date de la demande initiale.

Une agence de notation de crédit qui est déjà un NRSRO, au lieu de déposer un Formulaire 25-101F1, peut déposer son plus récent formulaire NRSRO, qui fournit des informations similaires.

Chacune des quatre «agences de notation agréées» - DBRS, Moody, S & P et Fitch - ont déjà soumis leur application, ou sont en voie de le faire, afin de devenir «agences de notation désignées».

Il n'est pas prévu de demandes de pays étrangers pour le moment.

Il n'y a pas eu de refus d'inscription jusqu'à présent.

9) **Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?**

Jusqu'à ce jour, il n'y a eu au Canada **aucun cas de procédure** mettant en cause la responsabilité des agences de notation, y compris des procédures quasi-pénales ou administratives.

10) **Les autorités de supervision des agences ont-ils une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?**

Le CSA a le **pouvoir d'engager des poursuites** contre une agence de notation désignée, et d'utiliser un quelconque de ses pouvoirs actuellement disponibles dans le cas d'une violation de la législation sur les valeurs mobilières. En outre, le CSA pourrait recourir aux mesures correctives suivantes:

- Rendre une ordonnance dans l'intérêt public afin que l'agence de notation désignée adopte des modifications à ses pratiques et procédures comme demandées par les autorités en valeurs mobilières,
- Faire une ordonnance révoquant le statut d'agence de notation désignée.

Le CSA peut également demander à une agence de notation désignée de fournir aux autorités en valeurs mobilières des informations sur son entreprise en tant qu'agence de notation, et sa conformité avec le Code de conduite, et toute autre information, livre et document relatifs à son activité de notation.

#### 11) Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangère ?

Le 7 Mars 2012, l'Ontario Securities Commission, avec ses homologues du Québec et de la Colombie Britannique, a conclu un **protocole d'accord de surveillance (le «*Supervisory Memorandum of Understanding*»)** avec le ***European Securities and Markets Authority*** ("ESMA") concernant la coopération réglementaire liée à la supervision des agences de notation de crédit qui opèrent à la fois dans l'Union Européenne et au Canada.

Le but du protocole de surveillance est de reconnaître, à la lumière des activités transfrontalières de certaines agences de notation et de la nature globale des notations de crédit en général, l'importance de la coopération en matière de surveillance dans ce domaine. Le protocole de surveillance définit les termes, les conditions et un cadre de travail pour le partage d'informations et la coopération liés à la supervision et la surveillance au jour le jour des agences opérant sur l'ensemble des territoires concernés.

Le CSA a également l'intention d'ouvrir dans l'avenir un protocole d'entente de surveillance avec la **SEC**, qui couvrira le partage d'informations, des inspections conjointes et des examens de conformité de DBRS.

Annexes

**K8** Bonds outstanding: Government of Canada, provincial, municipal, corporate, and other bonds  
**Encours des obligations : Gouvernement canadien, provinces, municipalités, sociétés et autres emprunteurs**

S 118

		Millions de dollars En millions de dollars										
		Gross amount as at 31 December Montants bruts au 31 décembre										
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Government of Canada direct												
Canadian dollars only		315,090	308,745	298,571	282,808	275,782	270,024	259,905	271,764	355,790	404,348	443,227
Other currencies		23,214	23,539	17,445	12,922	9,973	8,822	7,577	2,627	3,374	5,700	5,743
Provincial direct and guaranteed												
Canadian dollars only		234,579	241,871	248,503	269,568	277,441	288,743	305,272	310,245	333,359R	362,162R	396,168
Other currencies		139,892	140,458	118,295	111,264	106,817	108,252	89,548	103,188	107,661	116,816	125,387
Municipal direct and guaranteed												
Canadian dollars only		29,205	30,095	31,681	33,351	33,557	36,432	38,581	39,858	43,084	48,328	51,344
Other currencies		2,720	2,039	1,350	1,620	1,705	2,110	1,800	2,037	1,741	1,522	1,440
Corporate Financial												
Canadian dollars only		78,846R	86,434R	103,575R	122,086R	135,282R	142,606R	158,050R	167,852R	165,597R	184,651R	190,202
Other currencies		81,958	84,315	86,699	78,139	74,296	82,620	82,692	106,079	100,112	97,145	123,740
Non-financial												
Canadian dollars only		109,276	105,718	110,688	114,273R	117,971R	117,740R	116,612R	119,546R	135,942R	150,308R	165,696
Other currencies		151,216R	149,596R	127,001R	126,171	120,072	121,700	110,154	149,534	147,217	149,747R	153,823
Institutions												
Canadian dollars only		817	1,331	2,496	2,778	2,983	3,047	3,207	3,085	3,352	4,499	5,353
Other currencies		70	82	40	-	-	-	-	-	-	-	-
Foreign debtors												
Canadian dollars only		550	550	1,500	5,850	15,650	39,250	68,995	68,015	59,766	59,991	58,318
Term securitizations												
Canadian dollars only		57,112	70,427	93,624	115,180	144,877	177,687	226,207	308,668	373,926	398,104	436,128
Total												
Canadian dollars only		818,427R	845,171R	890,638R	945,893R	1,003,544R	1,075,529R	1,176,828R	1,289,032R	1,470,817R	1,612,391R	1,744,436
Other currencies		400,348R	400,079R	344,389R	330,116	312,863	323,503	291,772	363,865	360,105	370,930R	410,134

S 119

Millions of dollars En millions de dollars										
Gross amount outstanding as at 31 December 2011 Encours au 31 décembre 2011 - Montants bruts										
Currency of payment Monnaies de paiement										
	Canadian Dollars canadiens	U.S. dollars É.-U.	Euro-dollars États-Unis dollars	EMU Euro (UEM)	Swiss francs suisses	Pound sterling livres sterling	Japanese yen japonais	Other monnaies	Total	
Government of Canada	443,227	3,105	-	2,639	-	-	-	-	448,971	Gouvernement canadien
Direct	4,245	1,068	82	-	-	-	-	-	5,394	Titres émis
Guaranteed	1,421	-	-	-	-	-	-	-	1,421	Titres garantis
Prince Edward Island	1,498	-	-	-	-	-	-	-	1,498	Île-du-Prince-Édouard
Direct	38	-	-	-	-	-	-	-	38	Titres émis
Guaranteed	9,987	4,035	84	-	-	95	198	-	14,398	Nouvelle-Écosse
Direct	1,251	305	-	-	-	-	-	-	1,556	Titres émis
Guaranteed	13,052	1,993	492	-	325	-	-	-	15,862	Nouveau Brunswick
Direct	948	-	-	-	-	-	-	-	948	Titres émis
Guaranteed	79,695	10,978	4,547	7,485	2,169	79	3,617	1,044	109,614	Québec
Direct	46,629	8,390	1,597	80	-	316	26	-	57,639	Titres émis
Guaranteed	152,203	31,569	11,299	8,213	2,820	474	2,188	2,881	211,646	Ontario
Direct	9,116	763	1,350	-	-	-	-	-	11,229	Titres émis
Guaranteed	18,838	3,595	608	-	618	-	53	317	24,029	Manitoba
Direct	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Titres émis
Guaranteed	7,010	1,389	200	-	325	-	-	-	8,925	Saskatchewan
Direct	5	-	-	-	-	-	-	-	5	Titres émis
Guaranteed	6,433	-	-	-	-	-	-	-	6,433	Titres garantis
British Columbia	7,166	-	-	-	-	-	-	-	7,166	Titres émis
Direct	35,404	5,238	1,003	53	759	-	-	69	42,526	Colombie-Britannique
Guaranteed	981	-	-	-	-	-	-	-	981	Titres émis
Yukon and Northwest Territories	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Titres émis
Direct	247	-	-	-	-	-	-	-	247	Titres garantis
Guaranteed	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Titres garantis
Total provincial	396,168	69,923	21,261	15,830	7,017	964	6,082	4,311	521,555	Ensemble des provinces
Municipalities	51,344	-	-	1,385	54	1	-	-	52,784	Municipalités
Corporate	353,898	226,098	17,967	20,292	2,793	3,299	2,082	5,032	631,461	Sociétés
Institutional	5,353	-	-	-	-	-	-	-	5,353	Institutions
Foreign debtors	58,318	-	-	-	-	-	-	-	58,318	Emprunteurs étrangers
Term securitizations	436,128	-	-	-	-	-	-	-	436,128	Titrisation à terme
Total	1,744,436	299,126	39,228	40,147	9,864	4,263	8,164	9,343	2,154,570	Total

**K9** Net new issues of corporate securities: Industrial classification  
**Émissions nettes des sociétés : Répartition selon la branche d'activité économique**

\$ 120

Year quarter Année ou trimestre	Bonds Obligations													Total	Of which: Federal entreprises Dont: du gouvernement fédéral
	Par value in millions of Canadian dollars Valeur nominale, en millions de dollars canadiens														
	Mining, quarries, and oil wells Sectorier et puits de pétrole		Manufacturing Manufacturier		Construction Construction		Transportation, communication, utilities Transports, communications et autres services publics		Wholesale and retail Commerce de gros et de détail		Service and other industries Services et industries		Total non-financial Ensemble des sociétés non financières		
Total	Of which: Oil and gas Pétrole et gaz	Total	Of which: Petroleum products Produits pétroliers	Total	Of which: Pulp and paper Pâtes et papiers	Total	Of which: Pulp and paper Pâtes et papiers	Total	Of which: Commerce de gros et de détail	Total	Of which: Service and other industries Services et industries	Total	Of which: Ensemble des sociétés non financières	Total	Of which: Financial companies and financial institutions
1995	2,923	1,344	3,043	367	2,155	60	6,491	43	3,260 R	-363	12,199	6,198	18,396	2,877	
1996	3,768	1,162	2,814	928	746	-102	3,260 R	750	2,400 R	1,644	12,134 R	8,677	20,811 R	2,440	
1997	4,849	2,090	1,883	-89	528	31	9,117	-206	1,883 R	3,475	19,273	20,208	39,481	3,050	
1998	3,517	3,606	3,606	-1,007	1,081	112	10,789	1,359	1,359 R	2,108	21,078	14,807	33,885	2,008	
1999	1,136	1,357	3,605	-68	1,081	-132	9,118	560	1,357 R	-1,058	10,970 R	11,740	22,709 R	1,418	
2000	8,746	6,603	10,845	-2,379	2,371	-68	20,803	1,829	2,371 R	-290	41,932	22,294 R	64,227 R	2,531	
2001	4,968	2,529	1,138	1,033	238	-168	1,967	-13	1,033 R	643	8,639	11,062	22,294 R	2,164	
2002	2,401 R	1,771	3,477	1,845	2,633	88	6,030	1,845 R	2,633 R	876	25,703	32,733	49,427	3,539	
2003	2,401 R	1,771	4,511	-1,944	693	32	8,030	1,845 R	693 R	145	11,984 R	14,390	16,824 R	-3,355	
2004	4,868	1,958	-1,204	-842	-437	32	4,371	-1,204 R	-842 R	145	708 R	12,358 R	13,067 R	-1,356	
2005	12,630	8,598	-2,790	-606	-696	-41	829	-2,790 R	-606 R	-899	5,665 R	25,990	31,653 R	-1,152	
2006	20,093 R	9,812	-3,768	236	-2,446	364	1,084	-3,768 R	236 R	-524	18,642 R	18,642 R	36,341 R	1,524	
2007	5,647 R	4,796	3,082 R	-250	-66	161	15,472	3,082 R	-250 R	1,200 R	25,515 R	23,814 R	49,328 R	-1,848	
2008	931	-361	1,440	-80	698	-	7,301	1,440 R	-80 R	-118	4,355	5,870	10,225	2,096	
2009	483	1,269	483	-1,790	1,044	23	-4,790	1,269 R	1,044 R	378	-2,741	8,450	7,709	738	
2010	2,802	2,497	962	-330	-293	-122	415	2,497 R	-330 R	13	6,114	6,376	12,490	694	
2011	933	-1,001	90	140	582	60	2,132	933 R	140 R	863	1,865	1,666	3,331	611	
2012	1,965	1,796	600	-165	-399	-2	2,207	1,965 R	-165 R	-659	-2,608	6,330	6,330	55	
2013	1,588 R	485	-1,023	182	-1,774	30	-1,774	1,588 R	182 R	-131 R	-7,086 R	6,723	6,458 R	-357	
2014	738	952	-965	-616	229	30	5,474	738 R	952 R	64	1,425	5,565	12,650 R	-902	
2015	2,784	1,682	553	3	1,454	33	1,454	2,784 R	1,682 R	764	2,982	2,773	4,198	461	
2016	1,611	-451	-274	-2	-210	-1	-210	1,611 R	-451 R	563	422	2,228	2,650	-507	
2017	1,049	691	-3,085	-606	-462	-	418	1,049 R	691 R	-1,246	-3,397	7,049	4,652	-1,113	
2018	466	-308	2,180	-42	-17	-27	-386	466 R	-308 R	171	-1,359	8,778 R	7,384 R	-183	
2019	3,386	1,270	1,073	-	-175	-12	-196	3,386 R	1,270 R	-143	4,228	3,208	7,241 R	-639	
2020	3,595	568	1,352	5	688	213	688	3,595 R	568 R	-129 R	1,384	4,344 R	8,874 R	366	
2021	4,277	3,315	-1,853	-19	-228	-11	-1,853	4,277 R	3,315 R	124	-171	4,344 R	4,344 R	366	
2022	2,599	2,744	-1,177	250	-347	-11	-1,177	2,599 R	2,744 R	124	-143	4,126	4,310	-594	
2023	3,249	1,971	-2,381	-	-1,803	270	-2,381	3,249 R	1,971 R	192	-220	2,707	3,682	-1,116	
2024	2,403	291	-2,100	5	911	-34	911	2,403 R	291 R	-291	822	12,819 R	13,641 R	757	
2025	6,480 R	5,060	4,622 R	5	4,866	-	4,866	6,480 R	5,060 R	-69	18,929 R	4,299	8,033 R	-1,003	
2026	-219 R	-492	-204	-	-128	-2	4,228	-219 R	-492 R	-255	-366	4,299	-10,645	1,589	
2027	-619	-346	-1,882	531	-	-	531	-619 R	-346 R	531	-2,592	-8,053	-10,645	1,589	
2028	1,108 R	178	279	-344	-	-2	5,745	1,108 R	178 R	523	5,912 R	428	5,484 R	1,426	
2029	11,085	3,803	3,559	6	3,220	-	3,220	11,085 R	3,803 R	1,402	1,120	2,207	5,968 R	1,552	
2030	6,010 R	4,848	-1,194	-95	-	171	-915	6,010 R	4,848 R	661 R	4,759 R	5,765	13,022 R	-929	
2031	1,880	983	1,449	-	568	-	3,286	1,880 R	983 R	661 R	661 R	5,765	13,022 R	-929	
2032	1,597	1,411	1,704 R	-	198	-	2,217	1,597 R	1,411 R	789	5,583 R	3,542	10,125 R	490	
2033	-1,555 R	-1,055	-2,112 R	-250	-451	-	-2,112	-1,555 R	-1,055 R	689	5,583 R	3,542	10,125 R	490	
2034	2,410 R	2,250	1,888 R	-	611	161	3,325	2,410 R	2,250 R	52	8,756 R	1,830	10,586 R	3,376	
2035	832 R	1,072	33	-	76	-	3,077	832 R	1,072 R	2,989	6,148 R	6,862 R	13,008 R	1,761	
2036	1,729	855	31	-	-540	-	417	1,729 R	855 R	1,049	1,452 R	14,384 R	14,384 R	-1,531	
2037	-126	-3,468	-404	-	-12	-	3,806	-126 R	-3,468 R	235	3,021	10,581	13,601	-987	

S 121

Stocks - Actions		Par value in millions of Canadian dollars - Valeur nominale, en millions de dollars canadiens												Year and quarter since on trimestre				
Mining, quarries and oil wells de pétrole		Manufacturing - Secteur manufacturier			Construction		Transportation, and other utilities		Wholesale and retail Commerce de gros et de détail		Service and other Services et autres industries		Total non-financial entreprises non financières		Financial companies entreprises financières		Total	
Total	Of which: Oil and gas Pétrole et gaz	Total	Of which: Petroleum Products Produits pétroliers	Of which: Pulp and paper Pâtes et papiers	Construction	Transportation, and other utilities	Wholesale and retail Commerce de gros et de détail	Service and other Services et autres industries	Total non-financial entreprises non financières	Financial companies entreprises financières	Total	Year and quarter since on trimestre						
2,909 R	721 R	2,818 R	58	623	201	3,116	195	935	10,166 R	193	10,358 R	1995						
1,323 R	4,122 R	2,864 R	-1,555	-192	169	3,248 R	-104	3,414	20,532 R	11	20,543 R	1996						
3,054 R	1,425	1,922 R	-260	1,510	-1	5,109 R	-37	4,920	18,892 R	2,775	21,667 R	1997						
3,356 R	1,274	5,530 R	16	-32	6	1,890 R	1,104	2,437	12,017 R	4	14,407 R	1998						
-61 R	-186	6,764 R	-1,825	-136	36	3,457	231	1,639	12,033 R	4,791	16,824 R	1999						
-1,905 R	-2,120	5,782	-22	67	151	1,789 R	168	835	12,077 R	4,548	11,370 R	2000						
5,194 R	700 R	1,934 R	-572	1,117	40	4,175	493	825	14,583 R	2,506	14,583 R	2001						
7,366 R	1,949 R	4,108 R	-898	1,269	22	1,710 R	760	888	14,622 R	1,523	16,145 R	2002						
8,188 R	3,225 R	70 R	-1,229	-453	46	-1,037	-291	94	7,069 R	3,100	10,171 R	2003						
6,027 R	4,711 R	-607 R	1,229	231	91	-3,140 R	-1,410	-2,003 R	2,294	2,294	1,363 R	2004						
1,644 R	1,028 R	-1,000 R	-723	1,000	108	3,699 R	-749	-1,468 R	24,321 R	388	24,710 R	2005						
6,543 R	1,628 R	-1,477 R	-1,000	1,000	108	3,699 R	-749	-1,468 R	18,662	18,662	30,216 R	2006						
31,043 R	18,128 R	-2,062 R	-524	732	-88	4,691 R	1,159	4,451	15,554 R	1,470	17,024 R	2007						
826	-59	-79 R	74	-1	-140	8,261 R	812 R	3,572 R	41,519 R	1,470 R	42,989 R	2008						
33	2,408 R	977 R	22	-2	30	9,619 R	570	2,500	46,788 R	2,694	49,483 R	2009						
1,771 R	-270 R	4,768 R	-230	100	-	-1,820 R	116	-74	1,030 R	1,462	2,492 R	2010						
2,564 R	879	560 R	-230	13	-1	-1,724 R	-16	716 R	2,394 R	1,646	4,040 R	2011						
1,567 R	340	1,982	-223	1,087	23	257	12	156	3,459 R	-1,495	1,964 R	2003 I						
2,046 R	844 R	1,513 R	-157	275	-	700	-24	315	2,861 R	-751	2,110 R	2003 II						
3,219 R	653	333 R	-268	-92	-	5	295	-450	4,140 R	377	4,516 R	2003 III						
1,802 R	721	367	-189	-72	40	187	85	322	2,258 R	1,613	3,871 R	2003 IV						
1,251	1,75	-380 R	-314	-388	6	180	-116	21	1,823 R	-156	1,667 R	2004 I						
829 R	659	237	-251	-37	-	-149	-55	10	873 R	182	1,055 R	2004 II						
4,306 R	1,690 R	-154	-475	-6	-	-881	-37	-450	2,785 R	1,521	4,306 R	2004 III						
2,921 R	981	118	-483	-21	108	193 R	-1,216	104 R	1,947 R	137	2,084 R	2004 IV						
4,254 R	1,533 R	759	-463	-56	-20	-73	4	71	3,422 R	953	4,375 R	2005 I						
-1,251	658	-716	-514	18	-20	-1,509	-197	-2,178 R	-3,549 R	806	-2,743 R	2005 II						
103 R	1,539	-748 R	-490	-6	-18	-707	-1	-	4,256 R	1,218	5,454 R	2005 III						
2,662 R	700	-1,299	-502	-1,400	42	2,806	-94	118 R	2,789 R	1,218	4,005 R	2005 IV						
6,344 R	1,995 R	931	-502	436	64	64 R	-301	26	2,806 R	1,218	4,024 R	2006 I						
2,794	1,384	932	-	4	33	269	-367	-614	9,447 R	-235	9,212 R	2006 II						
5,566 R	1,368 R	3,480	276	-	33	269	13	87 R	8,212 R	4,295	12,504 R	2006 III						
3,339 R	1,029	-857 R	-	1,152	-10	-1,668 R	-60	51	800 R	4,295	5,095 R	2006 IV						
2,728 R	997 R	-303 R	1	-859	116	1,355 R	188	3,432	7,311 R	2,834	10,145 R	2007 I						
-15 R	-767 R	502 R	-	618	-2	-329	-22	196	2,916 R	2,834	5,750 R	2007 II						
491 R	-97	-819 R	-	97	-14	1,433	1,071	754	2,916 R	8,924	11,840 R	2007 III						
4,097 R	916	-178 R	2	-	18	486	5	134	4,553 R	5,413	9,966 R	2007 IV						
5,805 R	3,115 R	329 R	-	378	-2	2,401	189	479	5,503 R	3,199	8,692 R	2008 I						
10,531 R	1,679	-1,931	100	-12	-2	286	356	523 R	5,503 R	5,413	10,916 R	2008 II						
3,169 R	605	-60 R	-	366	-	1,515	69	829	6,015 R	1,114	7,129 R	2008 III						
3,817 R	1,844 R	-123 R	4	145	-90	709	76	62	5,212 R	1,114	6,326 R	2008 IV						
7,558 R	3,269 R	121 R	4	45	-50	856	79	62	2,132 R	1,114	3,246 R	2009 I						
3,367 R	2,239	-2,181 R	-528	45	-	6,060 R	588 R	1,014 R	24,084 R	-491 R	23,593 R	2009 II						
16,301 R	10,776 R	121 R	-	246	30	5,668 R	551 R	1,855 R	34,852 R	1,730	36,582 R	2009 III						
3,817 R	1,844 R	-123 R	4	145	-90	709	76	62	2,132 R	1,114	3,246 R	2009 IV						
24,506 R	20,804 R	2,468 R	227	246	-	1,358 R	588 R	1,014 R	5,538 R	1,730	7,268 R	2010 I						
2,576 R	2,191 R	209 R	39	144	-	1,358 R	588 R	1,014 R	5,538 R	1,730	7,268 R	2010 II						
3,095 R	771 R	588 R	-	144	-	1,222	-32 R	529 R	2,085	-219	1,867 R	2010 III						
1,140	418	-291	15	-	-	1,222	-17	30	2,085	-219	1,867 R	2010 IV						

## CHINE

### 1) **Quelle est la situation de la notation financière en Chine : utilisation par les investisseurs, introduction dans les réglementations prudentielles**

Le recours à la notation financière est obligatoire pour toute émission d'obligation. Ainsi toute obligation émise sur les marchés chinois doit être notée par une agence enregistrée en Chine. La réglementation bancaire prévoit par ailleurs que les notations des agences peuvent être utilisées pour le calcul des ratios prudentiels des établissements.

Toutefois, plusieurs facteurs conduisent à relativiser l'importance de la notation financière en Chine :

- la prépondérance des procédures administratives sur les règles de marché : les premières émissions d'obligations dans les années 1990 s'étant traduites par une vague de défauts, les émissions d'obligations financières (financial bonds) et d'entreprises cotées (listed corporate bonds) ou non (enterprise bonds) sont désormais soumises à une approbation préalable des autorités de régulation. Cette autorisation administrative est parfois assimilée par les investisseurs à une garantie de l'Etat, ce qui réduit la portée de la notation par les agences ;
- les conflits d'intérêt et l'influence des autorités : les entreprises d'Etat sont les premiers émetteurs. Par ailleurs le marché des agences de notation semble, selon les contacts de l'ambassade, marqué par une concurrence sur les prix plutôt que sur la crédibilité de la notation ;
- la taille réduite du marché obligataire. En dépit de sa forte croissance au cours de ces dernières années, le marché obligataire chinois reste sous-développé et le financement de l'économie est très largement intermédié par les banques. Ainsi, selon les statistiques de la banque centrale, fin 2011 le stock des obligations émises par les entreprises s'établissait à environ 4 200 Mds CNY, contre un stock de prêts de 43 480 Mds CNY.

### 2) **Quelles sont les raisons politiques et économiques qui ont conduit la Chine à créer une agence de notation ?**

Dagong a été créée en 1994 mais ce n'est que l'une des sept agences présentes sur le marché chinois, qui se livrent à une forte concurrence. CCXI, joint-venture co-détenue par Moody's, et China Lianhe Credit Rating Co., joint-venture co-détenue par Fitch, sont les deux acteurs dominants avec chacune environ 35% du marché. Dagong est de loin la première des agences intégralement chinoises avec une part de marché de 25%.

La qualité des notations de Dagong est toutefois contestée par certains investisseurs (cf. 15). Ceci explique sans doute en partie pourquoi Dagong cherche désormais à se construire une nouvelle image, en se lançant sur le marché de la notation de la dette souveraine, avec le soutien des autorités chinoises et en relayant les critiques adressées aux trois grandes agences internationales. Si Dagong n'est donc pas l'acteur dominant en Chine, il est néanmoins celui dont l'approche est la plus politique.

### 3) **Quel degré de tutelle l'administration centrale chinoise exerce-t-elle sur l'agence Dagong?**

L'agence se présente comme indépendante et privée, tout en refusant de donner des informations sur la structure de son actionariat. Le président de Dagong a cependant des liens clairs avec le pouvoir politique et a été élu en janvier 2012 membre de la Conférence consultative politique du peuple chinois, l'assemblée consultative contrôlée par le Parti communiste, à laquelle sont soumis les projets de loi. Le communiqué annonçant cette nomination sur le site de Dagong précise que M. Guan, en tant que créateur de la théorie « chinoise » de la notation est le seul expert du secteur à recevoir à ce titre

des financements du Conseil des Affaires d'Etat (l'équivalent chinois du gouvernement). Le communiqué de Dagong souligne également que M. Guan a créé le premier programme post-doctoral de notation de crédit en Chine, qu'il a lancé le combat pour que l'industrie chinoise de la notation ait une voix au niveau international, a poussé son agence à effectuer des notations souveraines qui auraient « cassé le monopole américain dans le secteur de la notation et la formulation de ses standards. »

**4) Quelles sont les caractéristiques de l'agence Dagong : capital, composition du conseil d'administration, nombre de salariés, nombre d'analystes, nombre d'entités notées, nombre de notations, nombre de notations non sollicitées, évolution de ces différentes données ?**

Le capital social de Dagong est de 50 millions CNY (8 millions USD) et son conseil d'administration est composé de trois membres. L'agence a refusé de préciser la structure du capital du groupe ainsi que l'identité de deux personnes qui, avec M. Guan, constituent le conseil d'administration.

La société comprend plus de 400 employés dont 235 analystes. Elle indique avoir cumulé plus de 10 000 clients et avoir déjà réalisé plusieurs dizaines de milliers de notations. Interrogée sur l'évolution de ces différentes données au cours des dernières années, l'agence a répondu que ces informations étaient confidentielles.

Afin de promouvoir son expertise, l'agence note spontanément les principaux pays. En juillet 2010, Dagong a publié le premier rapport chinois de notation des dettes souveraines où étaient évalués 50 pays dont le produit intérieur brut représentait 90% de l'économie mondiale. Ce nombre a depuis été porté à 81 pays, soit 98% de l'économie mondiale.

**5) Quelle est la politique de recrutement et de rémunération de l'agence ? Peut-on dire que les qualifications des analystes sont de niveau équivalent à celles des trois grandes agences occidentales ?**

Dagong n'a pas fourni d'informations sur sa politique de recrutement et de rémunération. Elle a indiqué que sur ses 235 analystes de crédit, les trois quarts possédaient un master et un quart un doctorat.

**6) L'agence a-t-elle une vocation commerciale ? Comment est-elle rémunérée ?**

L'agence propose cinq types de services ou produits : la notation des émetteurs (institutions financières, entreprises, souverains et gouvernements locaux) ; la notation des produits de dette ; le conseil en risque de crédit (missions d'évaluation, formation) ; la réalisation d'études sur le risque de crédit et enfin la vente de logiciels de gestion des risques. Toutes ces activités sont à vocation commerciale (rappelons que l'agence se présente comme une société privée), à l'exception de la notation des dettes souveraines (en cela, Dagong n'est pas différente des autres grandes agences internationales, qui souvent notent gracieusement les principaux émetteurs souverains). Les notations sont rémunérées par les émetteurs.

**7) Quelle est la part de marché de Dagong sur le marché intérieur chinois ? Ses clients sont-ils plutôt des entreprises ou des entités publiques ?**

Jusqu'en 2006, Dagong possédait une place prépondérante sur le marché intérieur chinois, aux alentours de 40%. Cette part de marché a baissé en 2010 à 20% en raison, selon Dagong d'une forte concurrence sur les prix, avant de remonter à 25% en 2011. Dagong précise que la majorité de ses clients sont des grandes entreprises.

**8) L'agence a-t-elle des bureaux et/ou des clients en dehors de Chine ?**

En dehors du bureau de Milan (cf. question 17), l'agence ne possède pas d'implantations hors de Chine. Dagong n'a pas souhaité fournir la liste de ses principaux clients en dehors de Chine, jugée confidentielle, mais a indiqué compter parmi eux la deuxième banque de Malaisie, la CIMB Bank, ainsi que la banque portugaise Banco Espírito Santo (BES) et quelques entreprises européennes. Dagong a également cité parmi ses clients souverains la Hongrie et la Biélorussie.

**9) Quel est le chiffre d'affaires de Dagong et sa marge bénéficiaire ?**

Dagong, société non cotée, considère ces données comme confidentielles.

**10) La méthodologie de l'agence est-elle comparable à celle des trois grandes agences ?**

La méthodologie de notation des émetteurs souverains présente des différences notables avec celles des trois grandes agences.

La méthodologie de Dagong repose pour les émetteurs souverains sur une notion de potentiel de création de richesse évalué à partir de quatre critères :

- la capacité de gestion nationale (sécurité nationale, relations internationales, qualité de la gouvernance) ;
- la puissance économique (taille et structure de l'économie, stabilité de l'économie, potentiel de croissance) ;
- la puissance financière décomposée en niveau de développement du système financier et stabilité du système financier ;
- la puissance budgétaire (solde budgétaire, dynamique de la dette, élasticité du solde budgétaire).

Pour la notation de la dette externe, Dagong ajoute un cinquième critère, la puissance de change (caractéristiques de la devise, montant et liquidité des réserves de change, capacité de financement externe).

Dagong met en avant quatre divergences majeures avec les méthodologies des trois principales agences internationales :

- l'agence se refuse à tout « jugement idéologique » et se concentre, pour évaluer le risque politique, sur les performances des gouvernements et non sur les caractéristiques du régime politique. Dagong vise par « jugement idéologique » les critères institutionnels utilisés par les grandes agences de notation pour évaluer la qualité de la gouvernance : respect des droits de propriété, transparence des actions gouvernementales, indépendance des banques centrales...
- Dagong évalue la solvabilité à partir du potentiel de création de richesses des gouvernements, alors que les grandes agences de notation vont mettre l'accent sur la capacité des gouvernements (notamment institutionnelle) à financer une dette, y compris très élevée.
- les trois agences internationales utilisent comme indicateur privilégiée de la puissance économique le PIB par habitant, alors que Dagong évalue cette puissance à l'aune de la situation au moment de l'évaluation mais aussi du potentiel de croissance.
- Dagong réfute le « préjugé » qu'elle impute aux autres agences selon lequel un régime de change flottant serait supérieur à un régime de change fixe.

Ces différences méthodologiques aboutissent à des notations différentes (cf. 16).

La méthodologie de notation des émetteurs privés apparaît proche de celle des trois grandes agences.

Dagong a défini un cadre méthodologique générique pour la notation des entreprises, adapté ensuite en fonction des particularités de chaque secteur. L'agence a pour objectif, à terme, de disposer d'une grille adaptée à chacun des 70 secteurs identifiés en Chine.

Le cadre générique comprend quatre blocs :

- analyse de l'environnement (environnement macroéconomique, perspectives du secteur, politique et réglementation) ;
- évaluation de la viabilité (gouvernance d'entreprise et stratégie de développement, position concurrentielle, profitabilité) ;
- profil de financement (endettement bancaire, financement sur les marchés de capitaux, support externe) ;
- capacité de remboursement (niveau d'endettement, dynamique de la dette).

Ce cadre est proche de celui appliqué par les agences de notation internationales. Standard & Poor's par exemple attribue une notation par combinaison :

- d'un « business risk profile » qui intègre le risque pays, les caractéristiques du secteur, la position concurrentielle, l'efficacité et la profitabilité comparée à celle des pairs, autant de critères que l'on retrouve dans l'analyse de l'environnement et l'évaluation de la profitabilité chez Dagong ;
- d'un « financial risk profile » qui comprend la profitabilité, l'endettement, le cash flow adequacy, la liquidité et la flexibilité financière. Ces critères sont regroupés dans le profil de financement et la capacité de remboursement chez Dagong.

La grille d'analyse appliquée par Dagong ne fait donc pas apparaître de différences notables, dans l'approche, par rapport aux méthodes des agences internationales. Interrogée sur ce point, Dagong a insisté sur trois particularités : (i) l'agence accorde une importance primordiale à la profitabilité de l'entreprise, à sa capacité à produire du résultat, affirmant accorder à ce critère une pondération nettement supérieure à celle retenue pour les autres ; (ii) l'agence estime fixer les pondérations des différents critères sur une base scientifique (à partir d'analyses statistiques rétrospectives), alors que les agences internationales retiennent des pondérations que Dagong estime plus subjectives et par exemple identiques pour différents critères (ou encore, dans le cas de S&P par exemple, en faisant le choix de ne pas fixer de pondération ex-ante entre les deux composantes – mentionnées ci-dessus – de son analyse de risque) ; (iii) la notation d'une entreprise n'est pas plafonnée par la notation souveraine du pays de rattachement (ce qui d'ailleurs n'est pas explicitement le cas pour les autres agences, mais cet élément est essentiel dans le marketing de Dagong, qui cible les entreprises des pays émergents en insistant sur cette perspective de notation meilleure que celle du pays où elles sont établies).

Les deux premiers points sont difficilement vérifiables, Dagong n'ayant pas transmis – et ne publiant pas - les coefficients appliqués dans sa méthodologie. En tout état de cause, les différences annoncées s'apparentent à des ajustements et ne traduisent sans doute pas une approche aussi radicalement différente que le laisse entendre la communication de Dagong.

#### **11) Existe-t-il les mêmes procédures de notation que dans les trois grandes agences : binôme de notateurs, comités de notation etc. ?**

Les procédures de notation sont proches de celles des trois grandes agences internationales. A l'issue d'une phase de préparation, l'équipe d'analystes, dirigé par un chef de projet, recueille les informations souhaitées auprès du client, via notamment des entretiens avec le haut management, mais aussi des visites sur place des principaux sites. Les informations collectées sont ensuite vérifiées puis entrées dans le système de notation, afin d'aboutir à un projet de note. Après une revue par la hiérarchie du chef de projet, la note proposée est soumise à l'appréciation d'un comité de notation, composé de sept experts. Ce comité entend les explications des analystes, s'assure que les caractéristiques particulières au secteur ont bien été prises en compte, puis s'accorde par consensus

sur une note finale. La note est transmise pour commentaires au client, qui peut demander, en le justifiant par des éléments nouveaux, un deuxième examen de sa situation par le comité de notation. La note définitive est rendue ou non publique selon le souhait exprimé par le client.

**12) Le « code de conduite » de l'agence est-il comparable à celui des trois grandes agences et de manière générale se conforme-t-elle aux codes de conduite internationaux ?**

Dagong a publié sur son site un code de conduite inspiré du Code of Conduct for Credit Rating Agencies publié par l'International Organisation of Securities Commissions (IOSCO).

**13) Les règles déontologiques, notamment en ce qui concerne la prévention des conflits d'intérêts, sont-elles comparables à celles en vigueur chez les trois grandes agences mondiales de notation ?**

Le code de conduite citée plus haut décrit les règles déontologiques, notamment en ce qui concerne la gestion des conflits d'intérêt.

**14) L'agence fait-elle l'objet d'une quelconque réglementation en Chine ? Si oui, quelles en sont les caractéristiques ? Y a-t-il une autorité de supervision ? Avec quels pouvoirs ?**

Il n'existe pas d'autorité de supervision unique. La PBoC (banque centrale) régule la notation des *financial bonds* (obligations émises par les institutions financières), du papier commercial et des *medium-term notes*, la CSRC (régulateur des marchés boursiers) celle des *corporate bonds* (obligations émises par les entreprises cotées) et la NDRC (planificateur central) celle des *enterprise bonds* (obligations émises par les entreprises non cotées). Dagong a obtenu l'agrément de chacune de ces autorités pour la notation des différents produits.

Les autorités de supervision sont dotées par les textes de pouvoirs importants, y compris d'audits sur place des agences, mais leur multiplication, à laquelle s'ajoute l'existence de *self-regulatory organisations* tant sur le marché de gré à gré (NAFMII) que sur le marché d'ordres (SAC), aboutit dans les faits à une dilution des responsabilités. Le Conseil des Affaires d'Etat a récemment désigné la PBoC comme l'autorité de référence pour la supervision des agences de notation, mais les textes d'application ne sont pas encore publiés. De nombreux acteurs appellent à une simplification et une amélioration de cette régulation.

**15) Les investisseurs chinois et les investisseurs étrangers en Chine attachent-ils une grande importance aux notes émises par Dagong ou s'intéressent-ils plutôt aux notes émises par les trois grandes agences mondiales de notation ?**

Dagong estime que la relation construite avec les grands investisseurs chinois, ainsi que sa méthodologie radicalement différente, et le soutien politique dont elle semble bénéficier, devraient lui permettre de développer ses activités. Dagong espère notamment que son lobbying auprès des autorités chinoises, en se présentant comme une agence purement locale, lui confère un avantage concurrentiel (dont elle ne bénéficie en réalité pas aujourd'hui).

Selon les contacts de l'ambassade auprès des acteurs de marché, les notes attribuées par Dagong ne sont consultées que pour les obligations émises sur le marché domestique. Dagong n'est cependant pas la référence la plus établie, les analystes privilégiant les notations de CCXI ou de de China Lianhe Credit Rating co. Si certains des investisseurs interrogés prennent en compte, à titre complémentaire, les notations de Dagong, d'autres les écartent en estimant que la réputation de Dagong a été entachée par une tendance à surévaluer ces dernières années la qualité de crédit de certains émetteurs. Pour ce qui concerne les investissements à l'étranger, les notations, notamment souveraines, de Dagong ne semblent pas prises en compte. Par ailleurs, les principaux investisseurs, la State Administration of Foreign Exchange, qui gère les réserves de change, ainsi que la China Investment Corporation, le fonds

souverain, disposent de leurs propres équipes de recherche. La situation peut toutefois évoluer rapidement, dans un contexte où les trois grandes agences internationales sont contestées et où l'émergence d'un acteur chinois se disant porteur d'un nouveau regard sur la notation pourrait être jugée attrayante par les investisseurs.

**16) Observe-t-on des écarts significatifs entre les notes émises par Dagong et celles des autres agences pour un même émetteur ?**

La méthodologie appliquée par Dagong pour les notations souveraines est particulièrement favorable aux grands pays émergents, comme l'illustre le tableau ci-dessus, comparant pour les pays du G20 la notation de Dagong à la moyenne des notations des trois grandes agences internationales.

	Dagong		Moyenne des trois agences internationales		Ecart	
	Local currency	Foreign currency	Local currency	Foreign currency	Local currency	Foreign currency
Argentina	15	16	15,3	15,3	0,3	-0,7
Australia	1	2	1,0	1,0	0,0	-1,0
Brazil	7	7	8,3	9,0	1,3	2,0
Canada	2	2	1,0	1,0	-1,0	-1,0
China	2	1	4,0	4,3	2,0	3,3
France	4	4	1,3	1,3	-2,7	-2,7
Germany	2	2	1,0	1,0	-1,0	-1,0
India	8	8	10,0	10,0	2,0	2,0
Indonesia	10	10	10,3	10,3	0,3	0,3
Italy	9	9	7,3	7,3	-1,7	-1,7
Japan	5	4	4,0	3,7	-1,0	-0,3
Korea	4	4	4,3	5,3	0,3	1,3
Mexico	9	9	7,7	8,7	-1,3	-0,3
Russia	6	6	8,3	8,7	2,3	2,7
Saudi Arabia	3	3	4,0	4,0	1,0	1,0
South Africa	6	6	6,3	7,7	0,3	1,7
Turkey	12	13	11,0	11,7	-1,0	-1,3
US	6	6	1,3	1,3	-4,7	-4,7
UK	5	5	1,0	1,0	-4,0	-4,0

*Notations établies en rapportant à 1 la meilleure note de chacune des agences, et en ajoutant 1 pour chaque dégradation d'un cran. Ainsi, la France, qui a la meilleure note (donc 1) pour deux des agences internationales, mais a été dégradée d'un cran par S&P (donc 2), ressort avec une note de 1,333 pour les agences internationales.*

**17) En dehors de Chine, l'agence a-t-elle sollicité et obtenu un enregistrement auprès d'autorités de supervision étrangères ?**

En septembre 2010, la SEC, instance de supervision des agences de notation aux Etats-Unis, a rejeté la demande déposée par Dagong Global Credit pour devenir une *Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)*, estimant qu'« il ne semble pas possible à ce stade pour Dagong de se conformer aux exigences des lois fédérales en terme de tenue des dossiers, de production et de contrôle ». Dagong a fortement critiqué cette décision estimant qu'elle était discriminatoire.

Dagong a indiqué avoir déposé en mars 2012 une demande d'enregistrement auprès de l'ESMA (European Securities and Markets Agency) pour exercer une activité en Europe à partir d'une filiale en cours de création en Italie (Milan). Dagong souhaite ainsi, depuis cette filiale, guider les investisseurs chinois dans leurs placements en Europe. Les notations de la filiale seront soumises aux règles de l'ESMA. Dagong a également précisé ne plus procéder à des notations non sollicitées d'émetteurs souverains ou privés européens, dans l'attente de son enregistrement par l'ESMA.



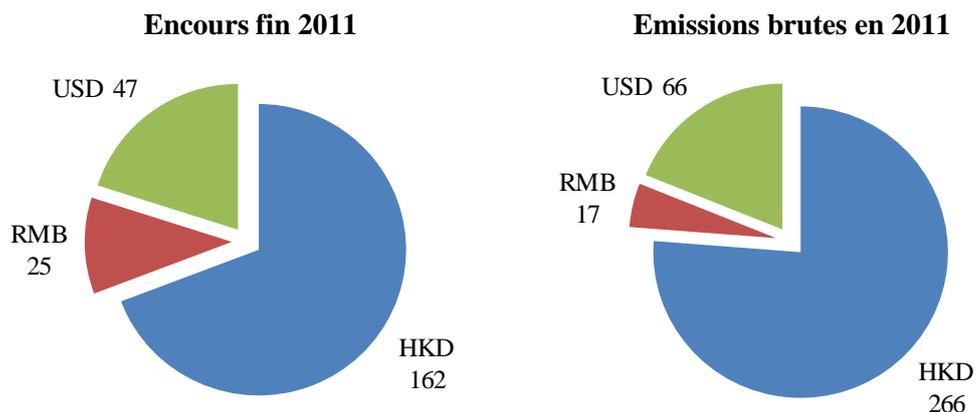
## HONG KONG

- 1) Dispose-t-on de données sur la taille et l'évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l'Etat, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s'y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?

Avant toute chose, précisons que le secteur financier hongkongais est totalement ouvert : liberté d'implantation et de circulation des capitaux, taxation très faible, etc., ce qui explique une très forte présence étrangère (200 banques implantées dont 70 des 100 premières mondiales). Par ailleurs, en raison de l'ancrage de la monnaie locale, le Hong Kong dollar (HKD) au dollar américain (USD), dans le cadre d'un currency board, à la parité de 7,8 :1 inchangée depuis 1983, les institutions financières ont pris l'habitude de diversifier leurs avoirs et activités entre le HKD et le USD. Ainsi **seul 50% des dépôts bancaires à Hong Kong sont libellés en HKD, le reste se répartissant entre le USD (pour 30%) et d'autres monnaies (pour 20%, dont 10% pour le Renminbi - RMB).**

Sur le marché obligataire, on retrouve cette diversité, avec des actifs en HKD, USD et même, de plus en plus, en RMB. En additionnant ces trois marchés, **l'encours obligataire s'élevait fin 2011 à environ 234 Mds USD, c'est-à-dire un niveau relativement modeste** (96% du PIB contre 922% pour la capitalisation boursière et 700% pour les actifs bancaires). Il est vrai que les pouvoirs publics n'ont pas l'habitude d'y jouer un rôle moteur, sachant que les déficits budgétaires sont restés exceptionnels dans l'histoire de Hong Kong et que le gouvernement hongkongais dispose aujourd'hui d'un véritable trésor de guerre constitué par les réserves fiscales accumulées, équivalent à 42% PIB. Si l'on y ajoute les dividendes réinvestis dans le cadre de la gestion déléguée au fonds souverain, l'Exchange Fund, ces réserves discrétionnaires (sans compter les réserves de change, donc) atteignent la somme de 70% du PIB. En conséquence, l'Etat hongkongais ne dispose d'aucune dette nette<sup>5</sup>.

### Le marché obligataire de Hong Kong (en Mds USD)



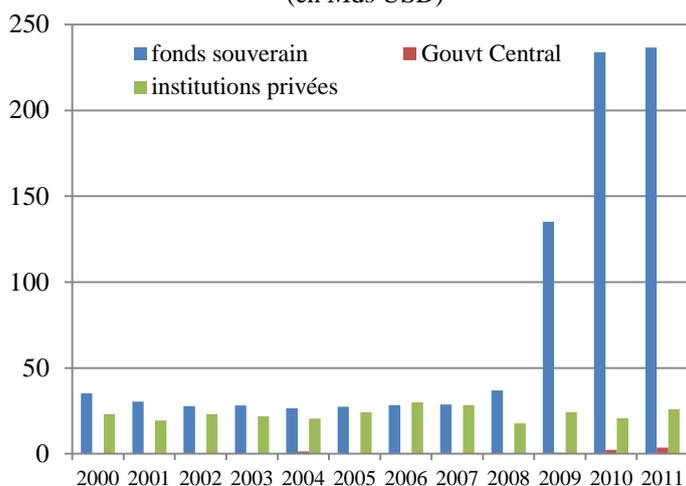
Source : CEIC/SE de Hong Kong

<sup>5</sup> En réalité le gouvernement émet régulièrement des titres à la seule fin d'animer le marché le marché obligataire, mais les montants restent très limités.

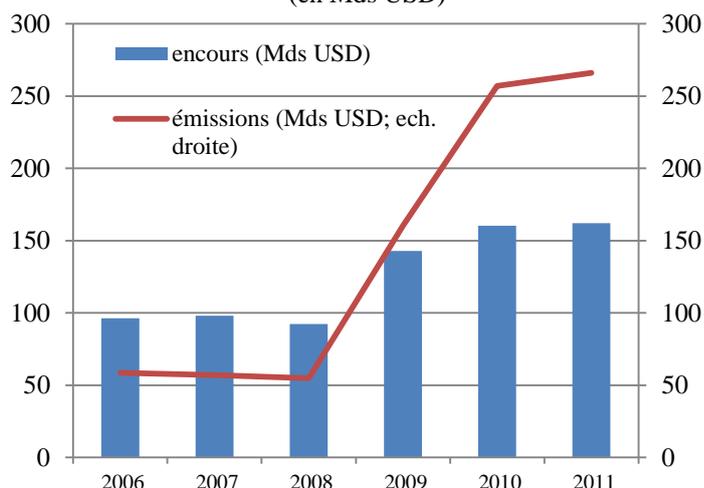
Comme dans la plupart des pays d'Asie, le financement des entreprises s'appuie essentiellement sur les bénéfices réinvestis (autofinancement) et, s'agissant du financement externe, sur le crédit bancaire. La crise de 2008 n'a guère remis en cause ce fonctionnement dans la mesure où le secteur bancaire hongkongais est extrêmement solide et n'a connu qu'une brève période de contraction du crédit avant de rebondir vers des taux de croissance très élevés (jusqu'à +25% par an à mi-2011). Au besoin, les mécanismes de soutien aux PME (encours bancaire garanti par les pouvoirs publics jusqu'à 70% de l'encours, porté en 80% en 2011) a permis de protéger cette catégorie traditionnellement plus vulnérable d'entreprises. Cela est d'autant plus vrai que, en raison de l'ancrage du HKD à l'USD, la politique monétaire de la banque centrale hongkongaise, la HKMA, est tenue de répliquer les décisions de la Federal Reserve américaine. C'est ainsi que, sous l'impulsion de la HKMA, les taux directeurs et donc les taux interbancaires ont été massivement réduits depuis 2009, alors même que l'économie hongkongaise ne s'est jamais départie d'un dynamisme à mille lieues des difficultés de l'économie américaine (chômage à 3,4%, croissance de 7% en 2010 et 5% en 2011). Tout ceci explique que la forte liquidité du marché bancaire a favorisé les débiteurs, qu'il s'agisse d'entreprise ou de particulier (boom de l'immobilier, +70% en 3 ans).

Toutefois, l'apparition de tension sur le marché bancaire (réduction de la liquidité et de l'activité du marché interbancaire, hausse des taux interbancaires de 35 points de base à 0,53%) s'est traduit à partir de l'été 2011, comme partout ailleurs, par un certain ralentissement du crédit. Celui-ci est resté malgré tout très limité (ralentissement de +25% à 20% en rythme annuel au cours du second semestre 2011), tandis que le coût du crédit bancaire s'est maintenu à un niveau très raisonnable (5%) compte tenu de l'inflation. La stabilité du coût du crédit cache cependant le fait que les banques, et notamment les filiales de banques occidentales ayant entamé leur processus de deleveraging, sont devenues beaucoup plus sélectives. Sachant que sur la même période, le rendement obligataire perdait 41 point de base, les entreprises qui en avaient les moyens, c'est-à-dire les grandes entreprises, généralement à rayonnement régional, ont donc eu tendance à se financer davantage sur les marchés en fin d'année 2011. Il n'en demeure pas moins que l'essentiel du marché obligataire correspond à des titres publics émis par le fonds souverain hongkongais, l'Exchange Fund, à hauteur de 64% en moyenne depuis 2000 (89% en 2011), laissant à peine 35% aux institutions privées<sup>6</sup> et 1% à l'Etat (Ministère des finances). Encore parmi ces 35%, le volume émis par les banques et institutions financières ne représentait que 7% et celui des sociétés non financières à peine 2%.

Répartition des émetteurs sur le marché obligataires<sup>7</sup> HKD (en Mds USD)



Le marché obligataire en HKD (en Mds USD)



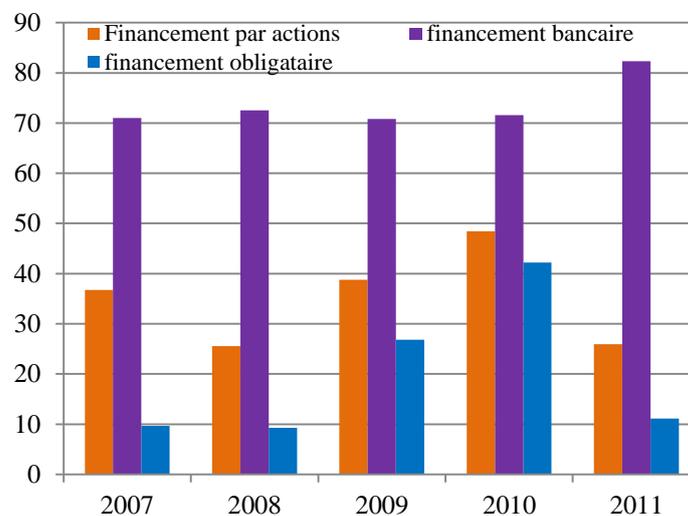
<sup>6</sup> Comprend les organismes parapublics, les banques multilatérales de développement, les banques et institutions financières et les sociétés non financières.

<sup>7</sup> La forte progression des émissions de l'Exchange Fund sur la période 2008-2011 (+540% à 237 Mds USD) correspond notamment au financement d'un vaste programme d'infrastructures équivalent à environ 5 Mds EUR par an sur la 2008-2013.

Source : HKMA/SE de Hong Kong

En tout état de cause, si l'on s'en tient aux données macroéconomiques, il ne fait aucun doute que le marché obligataire demeure marginal dans le financement des entreprises. Depuis 2007, les flux de prêts bancaires destinés aux entreprises s'établissent à 74% du PIB en moyenne chaque année contre 35% des flux en provenance de la finance de marché (augmentation de capital et IPO) et 20% de financement obligataire. Le crédit domestique a en effet été multiplié par 1,5 depuis 2007 (à 433 Mds USD) dont 48% en moyenne s'adresse aux entreprises. Quant à la finance de marché, Hong Kong a multiplié sa capitalisation boursière par 4 en dix ans, à 2305 Mds USD, et a occupé en 2009 et 2010 le 1<sup>er</sup> rang mondial de plateforme de lancement d'IPO, respectivement 32 Mds et 57 Mds USD, à la faveur notamment de l'arrivée des grands groupes chinois, qui représentent la moitié de la capitalisation boursière actuelle.

Sources de financements des entreprises (% PIB)



Source : CEIC/SE de Hong Kong

2) **Connaît-on le nombre d'entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ?  
Quelle évolution ?**

Au 29 mars 2012, 49 sociétés installées à Hong Kong étaient évaluées par l'agence Moody's alors que l'agence hongkongaise CTRISKS en évaluait 4500, basées toutefois en grande Chine (Mainland, Hong Kong, Macau et Taiwan) – un périmètre plus large et donc non comparable. Les autres agences n'ont pas souhaité communiquer sur leurs portefeuilles ni sur les montants concernés par leurs activités.

3) **Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?**

L'agence régulatrice de l'activité de notation, la *Securities and Futures Commission (SFC)*, n'a pas à sa connaissance l'existence de telles notes.

- 4) **Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d'emplois par structure, le chiffre d'affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?**

Au 31 mars 2012, la SFC répertoriait 5 agences de notations, dont 4 étrangères, ainsi que 200 analystes autonomes et installés à leur compte. Les 5 agences, qui exerçaient déjà leur activité avant la formalisation en 2011 d'un cadre réglementaire spécifique (cf. infra), sont:

- A.M. Best Asia-Pacific Limited (basée aux Etats-Unis)
- CTRISKS Rating Limited (société hongkongaise)
- Fitch (Hong Kong) Limited (Etats-Unis)
- Moody's Investors Service Hong Kong Limited (Etats-Unis)
- Standard & Poor's Hong Kong Limited (Etats-Unis)

Le bilan financier et opérationnel de l'activité hongkongaise de ces 5 sociétés ne relève pas du domaine public dans la mesure où elles ne sont pas cotées à Hong Kong et n'ont donc pas d'obligation de publication de ce type d'information. Le service économique n'a pas eu plus de succès en sollicitant directement les intéressés.

- 5) **Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?**

En réponse aux décisions du G20 de réguler l'activité des agences de notation<sup>8</sup>, les autorités hongkongaises ont amendé, le 1er juin 2011, la loi régissant les marchés financiers (*Securities and Futures Ordinance ; SFO*) après consultation de l'industrie locale en juillet et août 2010. Par cette réforme, les agences de notations sont reconnues comme des intermédiaires financiers qui entrent dès lors dans le champ de supervision du régulateur financier (*Securities and Futures Commission ; SFC*).

La nouvelle réglementation<sup>9</sup> prévoit notamment l'obtention obligatoire de licences professionnelles (cf. Q8) pour toute personne physique ou morale souhaitant exercer une activité de notation (y compris les analystes employés par les agences de notation). En ce sens, le cadre réglementaire est plus rigide que celui en vigueur aux Etats-Unis ou en Grande Bretagne où les mêmes analystes ne sont pas soumis à l'obtention obligatoire et individuelle de licences.

Les agences de notation entrent par ailleurs dans le champ de la réglementation du ratio incompressible de capital<sup>10</sup> prévu par la « *Securities and Futures Financial Rules (FRR)* ».

Enfin, la SFC a élaboré un code de conduite (en pièce jointe) auquel sont soumises les agences de notation selon les principes d'intégrité, de d'indépendance, de transparence et de confidentialité établis en 2008 par l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (IOSCO), dont la SFC fait partie intégrante (cf. Q11).

<sup>8</sup> En tant que Région Administrative Spéciale (RAS) de Chine, Hong Kong ne participe pas en tant que tel réunions ministérielles ou des chefs d'Etat du G20, où elle est intégrée dans la délégation chinoise. Dans les comités spécialisés tels que le FSB ou le Comité de Bâle par contre, Hong Kong demeure une juridiction indépendante et autonome, qui siège de plein droit et en son nom.

<sup>9</sup> Celle-ci n'inclut pas l'examen de la capacité créditrice de personnes physiques régi par ailleurs par le chapitre 5 de la même loi.

<sup>10</sup> 100 000 HK\$ ou 5% du passif de la société.

- 6) **Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?**

Oui. La SFC peut en effet solliciter les agences de notation, en qualité de consultant extérieur, à des fins réglementaires (comme par exemple le suivi des ratios de capital du marché bancaire dans le cadre de la FRR). Depuis le 1<sup>er</sup> juin 2011 en revanche, date à laquelle l'activité des agences est supervisée par la SFC, et pour s'aligner sur les standards IOSO, les autorités comptent limiter ce recours aux agences de notation pour poser la base de la réforme du cadre bancaire ou financier.

- 7) **Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?**

La SFC supervise l'activité des agences de notation depuis le 1er juin 2011. Cette institution publique mais indépendante comptait, au 31 mars 2012, 600 employés environ, mobilisés à la supervision des produits d'investissement, de la bourse (Hong Kong Exchange & Clearing) et de l'ensemble des intermédiaires financiers, parmi lesquels les agences de notation.

- 8) **Y a-t-il une obligation d'enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d'enregistrement ?**

Depuis le 1er juin 2011, toutes les agences de notations installées à Hong Kong sont tenues de détenir une licence professionnelle. Sont concernés les professionnels dont l'activité a pour objectif de:

- Diffuser publiquement des données sur la situation créditrice de personnes morales
- Diffuser ces mêmes rapports exclusivement aux clients abonnés à un service dédié

La réussite à un examen professionnel est en outre exigée pour obtenir une licence délivrée par la SFC. Cet examen est toutefois de nature différente selon le statut de la société :

- Pour une personne morale : l'examen porte sur le cadre juridique régissant l'activité de notation et est obligatoire
- Pour une personne physique : pas d'examen mais l'obligation de suivre une formation d'au moins 5 heures dans les 6 mois suivant l'obtention de la licence portant sur le cadre réglementaire et dispensée par un organisme accrédité pour exercer cette activité (*Continuous Professional Training*).

Du point de vu des formalités administratives, les professionnels du secteur sont là aussi traités différemment selon leur statut:

	Frais administratifs (HK\$ <sup>11</sup> )	Pièces demandées par la SFC (cf. <a href="http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/forms/licensing/licapp/licapp.html">http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/forms/licensing/licapp/licapp.html</a> pour l'ensemble des pièces à fournir)
Personnes morales	4 740	Formulaire 1, supplément 1-9 et 13 lorsque nécessaire
Dirigeants	4740	Formulaire 3, supplément 9, 10 et 12 lorsque nécessaire
Personnes physiques	1790	Formulaire 3, supplément 9 et 12 lorsque nécessaire

Enfin à ce jour, aucun refus d'enregistrement n'a été délivré par la SFC.

**9) Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?**

Selon la SFC, aucune agence de notation à Hong Kong n'a été confrontée à une telle situation.

**10) Les autorités de supervision des agences ont-ils une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?**

Toutes les agences de notation, personnes physique ou morale, sont soumises à la réglementation imposée par l'autorité des marchés financiers (SFC) ainsi qu'à son code de conduite. L'article IX de la *Securities and Futures Ordinance (SFO)* permet en effet à la SFC de prendre des mesures coercitives s'il s'avère qu'une des agences, ou agent, n'ait pas respecté les termes de la SFO ou qu'elle ait commis une faute de mauvaise conduite. Dans ce cas, les sanctions disciplinaires peuvent se traduire sous la forme de réprimandes (publiques ou privées), de licence suspendue ou révoquée, de pénalités pécuniaires...

**11) Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangère ?**

La SFC est membre à part entière de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (IOSCO), à l'intérieur de laquelle elle participe activement au groupe de travail « 6 » (Standing Committee 6) en charge de l'harmonisation du cadre réglementaire de l'activité des agences de notation. La SFC a signé en outre des accords de coopération avec les instances régulatrices étrangères à l'instar de l'accord passé avec l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA - European Securities and Markets Authority) qui prévoit notamment qu'une agence enregistrée à Hong Kong soit soumise à la législation européenne lorsque celle-ci exerce son activité dans l'UE (et vice versa).

<sup>11</sup> 1 EUR = 10 HK\$ environ.

## Annexe



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION  
證券及期貨事務監察委員會

### Code of Conduct for Persons Providing Credit Rating Services

June 2011





## Table of Contents

Introduction	1
<b>Part 1 – Quality And Integrity Of The Rating Process</b>	<b>2</b>
Quality of the Rating Process	2
Monitoring and Updating	3
Integrity of the Rating Process	4
<b>Part 2 – Independence And Avoidance Of Conflicts Of Interest</b>	<b>6</b>
General	6
Procedures and Policies	6
Representatives' Independence	7
<b>Part 3 – Responsibilities To The Investing Public and Rated Entities</b>	<b>9</b>
Transparency and Timeliness of Ratings Disclosure	9
The Treatment of Confidential Information	11
<b>Part 4 – Disclosure Of The Code Of Conduct And Communication     With Market Participants</b>	<b>13</b>



## Introduction

1. This Code applies to persons licensed by, or registered with, the Securities and Futures Commission (“**SFC**”) for Type 10 regulated activity (providing credit rating services), including, as appropriate, representatives (as defined in section 167 of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) (“**SFO**”). The SFC recognizes that compliance with some requirements of this Code might not necessarily be within the control of a particular representative. In considering the conduct of representatives under this Code, the SFC will take into account their levels of responsibility within their firms, any supervisory duties they may perform, and the levels of control or knowledge they may have concerning any failure by their firms, or by individuals under their supervision, to observe this Code.
2. The SFC will be guided by this Code in considering whether a licensed or registered person satisfies the requirement that it/he is fit and proper to be or to remain licensed or registered. This Code, which is based on the revised Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies issued by the International Organization of Securities Commissions in May 2008 (“**IOSCO Code**”)<sup>1</sup>, does not have the force of law and does not replace any legislative provisions, or any other codes or guidelines issued by the SFC. In particular, it supplements, and should be read in conjunction with, the Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission (“General Code of Conduct”).
3. For the purposes of this Code:
  - (a) “**CRA**” means a “licensed corporation” or “registered institution” (as defined in Part 1 of Schedule 1 of the SFO), which is licensed or registered to carry on business in Type 10 regulated activity;
  - (b) “**ratings**” has the same meaning as “credit ratings” (as defined in Schedule 5 of the SFO);
  - (c) “**rating target**” means the subject of a credit rating and may be a person (other than an individual), debt securities, preferred securities or an agreement to provide credit;
  - (d) “**rated entity**” means the rating target or, in the case of a rating target that is debt securities, preferred securities or an agreement to provide credit, the issuer of the debt securities or preferred securities or the person (other than an individual) agreeing to provide credit; and
  - (e) “**structured finance products**” means securities or a money market instrument issued by an asset pool or as part of any asset-backed or mortgage-backed securities transaction.

---

<sup>1</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>



## Part 1 – Quality And Integrity Of The Rating Process

### Quality of the Rating Process

4. A CRA should adopt, implement and enforce written procedures to (a) document reporting lines and allocate functions and responsibilities, and (b) ensure that the credit ratings it prepares are based on a thorough analysis of all information known to the CRA that is relevant to its analysis according to the CRA's published rating methodologies.
5. A CRA should use rating methodologies that are rigorous, systematic, and, where possible, which result in ratings that can be subjected to some form of objective validation based on historical experience, including back-testing.
6. A CRA should keep records properly and in line with all applicable statutory requirements, including the provisions of the Securities and Futures (Keeping of Records) Rules (Cap. 571O). Proper record keeping includes maintaining records to support credit ratings prepared by a CRA. A CRA should keep such records for not less than seven years, in writing in the Chinese or English language, or in such a manner as to enable the records to be readily accessible and readily convertible into written form in the Chinese or English language.
7. A CRA should use representatives who, individually or collectively (particularly where rating committees are used), have appropriate knowledge and experience in developing a credit rating of the type being prepared. Representatives should apply a given methodology in a consistent manner, as determined by the CRA.
8. A CRA should ensure that the credit ratings it prepares are assigned by the CRA (or its affiliates) and not by any individual representative.
9. A CRA and its representatives should take steps to avoid issuing any credit ratings that contain misrepresentations or are otherwise misleading as to the general creditworthiness of the rating target.
10. A CRA should ensure that it has, and devotes, sufficient resources to carry out high-quality credit assessments of all its rating targets. When deciding whether to rate or continue rating a rating target, it should assess whether it is able to devote sufficient personnel with sufficient skill sets to make a proper rating assessment, and whether its personnel likely will have access to sufficient information needed in order to make such an assessment. A CRA should adopt reasonable measures so that the information it uses in assigning a rating is of sufficient quality to support a credible rating. A CRA should refrain from assigning a rating, and should ensure that any existing rating is withdrawn, if the CRA does not have sufficient quality information to support a credible rating. If the rating involves a type of financial product presenting limited historical data (such as an innovative financial vehicle), the CRA should make clear, in a prominent place within the rating report, the limitations of the rating.
11. A CRA should establish a formal review function made up of one or more senior staff members with appropriate experience to review the feasibility of providing a credit rating for a financial product that is materially different from the financial products the CRA currently rates.



12. A CRA should establish and implement a rigorous and formal review function responsible for periodically (and at least annually) reviewing (a) the methodologies and models, and significant changes to the methodologies and models, it uses, and (b) the adequacy and effectiveness of its systems and internal control mechanisms. This function should be independent of the business lines that are principally responsible for rating various classes of rating targets. The findings of any such review should be comprehensively recorded in a written report, a copy of which should be provided to the SFC forthwith upon its completion. A CRA should take appropriate measures to address any deficiencies identified during the course of any such review.
13. A CRA should assess whether existing methodologies and models for determining credit ratings of structured finance products are appropriate when the risk characteristics of the assets underlying a structured finance product change materially. In cases where the complexity or structure of a new type of structured finance product or the lack of robust data about the assets underlying the structured finance product raise serious questions as to whether a CRA can determine a credible credit rating for it, the CRA should refrain from issuing a credit rating.
14. A CRA should structure its rating teams to promote continuity and avoid bias in the rating process. Where practicable, in view of a CRA's staffing resources, representatives who are involved in the rating process should be subject to an appropriate rotation mechanism which should provide for gradual change in rating teams.

### Monitoring and Updating

15. A CRA should ensure that adequate personnel and financial resources are allocated to monitoring and updating its ratings. Except for ratings that clearly indicate they do not entail ongoing surveillance, once a rating is published the CRA should monitor, on an ongoing basis, and update the rating by:
  - (a) Reviewing, at least annually, the rating target's creditworthiness;
  - (b) Initiating a review of the status of the rating, which is consistent with the applicable rating methodology, upon becoming aware of any information that might reasonably be expected to result in the rating requiring revision or termination; and
  - (c) Updating the rating on a timely basis, as appropriate, based on the results of such review.
16. Subsequent monitoring should incorporate all cumulative experience obtained. Changes in methodologies, models or key assumptions used in preparing credit ratings should be applied where appropriate to both initial ratings and subsequent ratings. A CRA should review affected credit ratings as soon as possible and not later than six months after the change, and should in the meantime place those ratings under observation.
17. If a CRA uses separate analytical teams for determining initial ratings and for subsequent monitoring of ratings, each team should have the requisite level of expertise and resources to perform their respective functions in a timely manner.



18. Where a rating is made available to the public, the CRA should in a timely manner publicly announce (or ensure that its affiliate publicly announces) if the rating is discontinued and include full reasons for such discontinuation. Where a rating is provided only to subscribers, the CRA should in a timely manner announce (or ensure that its affiliate announces) to such subscribers if the rating is discontinued and include full reasons for such discontinuation. In both cases, the CRA should ensure that continuing publications of the discontinued rating indicate the date the rating was last updated, the fact that the rating is no longer being updated and include full reasons for its discontinuation.
19. A CRA should ensure that any “private rating” (prepared by the CRA pursuant to a request made by a person which is exclusively prepared for, and provided to, the person and that is neither intended for dissemination to the public or distribution by subscription, whether in Hong Kong or elsewhere, nor reasonably expected to be so disseminated or distributed), is only subsequently disseminated to the public or distributed by subscription, whether in Hong Kong or elsewhere, if such rating has been prepared in compliance with the provisions of this Code. In the case of a CRA providing a private rating, the CRA should by prior written agreement entered into between it and the rated entity, prohibit the rated entity from disseminating such rating, or permitting its dissemination, to the public.

### Integrity of the Rating Process

20. A CRA and its representatives should deal fairly and honestly with issuers, investors, other market participants, and the public.
21. Representatives of a CRA should maintain high standards of integrity, and a CRA should not employ individuals with demonstrably compromised integrity.
22. A CRA and its representatives and employees should not, either implicitly or explicitly, give any assurance or guarantee of a particular rating prior to the rating assessment. This does not preclude a CRA from developing prospective assessments used in structured finance products and similar transactions.
23. A CRA should prohibit its representatives who are involved in the rating process from making proposals or recommendations regarding the design of structured finance products that the CRA rates.
24. A CRA should institute policies and procedures that clearly specify a person responsible for compliance by the CRA and its employees with the provisions of its code of conduct (as further described under paragraph 68 of this Code) and with any law, rules, regulations, codes or other requirements which apply to the CRA and are issued, administered or enforced by the SFC or any other regulatory authority or agency. This person's reporting lines and compensation should be independent of the CRA's rating operations.
25. A CRA should institute policies and procedures requiring its representatives and employees, upon becoming aware that another representative, employee or entity under common control with the CRA is engaging, or has engaged, in conduct that is illegal, unethical or contrary to the CRA's code of conduct (as further described under paragraph 68 of this Code), to report such information immediately to the individual in charge of compliance (“**compliance officer**”) or a responsible officer of the CRA, as appropriate, so that proper and appropriate action may be taken. A CRA's representatives and employees are not necessarily expected to be experts in the law. Nonetheless, they are expected to



report such activities as a reasonable person in their position would question or be concerned over. A CRA should ensure that its compliance officer or responsible officer, who receives such a report from a representative or employee, is obligated to take appropriate action, including such action as is required by any law, rules, regulations, codes or other requirements which apply to the CRA and are issued, administered or enforced by the SFC or any other regulatory authority or agency, and by the CRA's own rules, guidelines or codes. A CRA should not retaliate, and should prohibit retaliation by its other representatives or employees, against any representative or employee who, in good faith, makes such a report.



## Part 2 – Independence And Avoidance Of Conflicts Of Interest

### General

26. A CRA should neither forbear nor refrain from preparing or revising any rating based on the potential effect (economic, political, or otherwise) on the CRA, a rated entity, an investor, or other market participant.
27. A CRA and its representatives should use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity.
28. The determination of a credit rating should be influenced only by factors relevant to the credit assessment.
29. The credit rating a CRA assigns to a rating target should not be affected by the existence of, or potential for, a business relationship between the CRA (or its affiliates) and the rated entity (or its affiliates), or any other party, or by the non-existence of such a relationship.
30. A CRA should not carry on any business which can reasonably be considered to have the potential to give rise to any conflict of interest in relation to its business of providing credit rating services. A CRA should have in place procedures and mechanisms designed to minimize the likelihood of conflicts of interest arising, and to identify any conflict of interest should it arise, in relation to the conduct by it of any ancillary business. A CRA should also define what it considers to be an ancillary business and why it cannot reasonably be considered to have the potential to give rise to any conflict of interest with the CRA's credit rating business. For the avoidance of doubt, a CRA should not provide consultancy or advisory services to a rated entity, or a related party of a rated entity, regarding the corporate or legal structure, assets, liabilities or activities of that rated entity or related party.
31. A CRA should not enter into any contingent fee arrangement for providing credit rating services. Contingent fees are fees calculated on a predetermined basis relating to the outcome of a transaction or the result of the services performed by the CRA. For the purposes of this paragraph, a fee is not regarded as being contingent if established by a court or other public authority.

### Procedures and Policies

32. A CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (a) identify, and (b) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence (i) the ratings the CRA makes, or (ii) the judgment and analyses of the representatives who are involved in the preparation of ratings. A CRA's code of conduct (as further described under paragraph 68 of this Code) should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.
33. A CRA's disclosures of actual or potential conflicts of interest should be complete, clear, concise, specific and prominent, and should be made in a timely manner. A CRA should also make full public disclosure of its ancillary services and update such disclosure in a timely manner.



34. A CRA should publicly disclose the general nature of its compensation arrangements with rated entities, including:
  - (a) Where a CRA or any affiliate of the CRA that is a credit rating agency, receives from a rated entity compensation unrelated to its ratings service, the CRA should disclose the proportion that all such compensation constitutes against the total fees that the CRA, or its affiliate, receives from such rated entity for the provision of ratings services; and
  - (b) Where 5% or more of –
    - (i) the CRA's total annual revenue; or
    - (ii) the combined annual revenue of the CRA and any affiliate of the CRA that carries out credit rating activities,is received from a single issuer, originator, arranger, client or subscriber and/or any affiliate of such issuer, originator, arranger, client or subscriber, the CRA should disclose the party or parties from which such revenue is received.
35. CRAs should encourage issuers and originators of structured finance products to publicly disclose all relevant information regarding these products so that investors and other CRAs can conduct their own analyses independently of the CRA contracted by the issuers or originators to provide a rating. CRAs should ensure that rating announcements include disclosure as to whether the issuer of a structured finance product has informed the CRA that it is publicly disclosing all relevant information about the product being rated or whether the information remains non-public.
36. A CRA should ensure that it and its representatives and employees do not engage in any securities or derivatives trading giving rise to conflicts of interest with the CRA's rating activities, or which might reasonably be expected to give rise to such conflicts of interest.
37. In instances where rated entities (e.g. governments) have, or are simultaneously pursuing, oversight functions related to a CRA, the CRA should use representatives to prepare and revise its ratings who are not the same individuals involved in its oversight issues.

### **Representatives' Independence**

38. Reporting lines for representatives, and their compensation arrangements, should be structured to eliminate, or effectively manage, actual or potential conflicts of interest.
39. A CRA's code of conduct (as further described under paragraph 68 of this Code) should state that a representative will not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that the CRA derives from rated entities that the representative rates or with which the representative regularly interacts.
40. A CRA (or its affiliates) should conduct formal and periodic reviews of compensation policies and practices for its representatives and employees who participate in, or who might otherwise have an effect on, the rating process to ensure that these policies and practices do not compromise the objectivity of its rating process.
41. Representatives who are directly involved in the rating process should not initiate, or participate in, discussions regarding fees or payments with any entity they rate.



42. No representative or employee of a CRA should prepare (or participate in or otherwise influence the determination of) a rating of any particular rating target if the representative or employee of the CRA:
- (a) Owns securities or derivatives of the rated entity, other than holdings in collective investment schemes;
  - (b) Owns securities or derivatives of any entity related to a rated entity, the ownership of which may cause, or may be perceived as causing, a conflict of interest, other than holdings in collective investment schemes;
  - (c) Has had a recent employment or other significant business relationship with the rated entity that may cause, or may be perceived as causing, a conflict of interest;
  - (d) Has an immediate relation (i.e. a spouse, partner, parent, child, or sibling) who currently works for the rated entity; or
  - (e) Has, or had, any other relationship with the rated entity or any related party thereof, that may cause, or may be perceived as causing, a conflict of interest.
43. A representative involved in the rating process (or his/her spouse, partner, minor children or any account controlled by the representative in which the representative has a beneficial interest) should not buy or sell, or engage in any transaction involving, any securities or derivative based on securities issued, guaranteed, or otherwise supported by any entity within such representative's area of primary analytical responsibility, other than holdings in collective investment schemes.
44. Without prejudice to paragraph 2.4 of the General Code of Conduct, representatives and employees of a CRA should be prohibited from soliciting money, gifts or favours from anyone with whom the CRA does business and should be prohibited from accepting gifts offered in the form of cash or any gifts exceeding a minimal monetary value.
45. Any representative of a CRA, who becomes involved in any personal relationship that creates the potential for any real or potential conflict of interest (including, for example, any personal relationship with an employee of a rated entity or agent of such entity within his or her area of analytic responsibility), should be required to disclose such relationship to the compliance officer or responsible officer of the CRA who is designated for such purpose by the CRA's compliance policies.
46. A CRA should establish policies and procedures for reviewing the past work of representatives who leave the employ of the CRA and join a rated entity the representative has been involved in rating, or a financial firm with which the representative has had significant dealings as part of his or her duties as a representative or employee of the CRA.



## Part 3 – Responsibilities To The Investing Public and Rated Entities

### Transparency and Timeliness of Ratings Disclosure

47. A CRA should, in a timely manner, publicly disclose all ratings and updates of such ratings (or ensure that its affiliate does so), provided that this obligation shall not apply to “private ratings” within the meaning of paragraph 19 of this Code or to ratings that the CRA (or its affiliate) provides only to subscribers. In the case of ratings that are only provided to subscribers, a CRA should, in a timely manner, disclose all such ratings and updates of such ratings to such subscribers (or ensure that its affiliate does so).
48. A CRA should ensure that the policies for distributing its ratings and updates are publicly disclosed.
49. A CRA should ensure that each of its ratings includes (a) a clear indication of when it was last updated, and (b) a clear and prominent statement identifying the name and job title of the lead rating analyst who is responsible for the rating and the name and the position of the person primarily responsible for approving the rating. Ratings of debt securities or preferred securities should include information on whether the credit ratings concern newly issued debt securities or preferred securities and whether the CRA is rating such securities for the first time. Each rating announcement should also indicate the principal methodology or methodology version that was used in determining the rating and where a description of that methodology can be found. Where the rating is based on more than one methodology, or where a review of only the principal methodology might cause investors to overlook other important aspects of the rating, the CRA should ensure that this fact is explained in the ratings announcement. Such explanation should include a discussion of how the different methodologies and other important aspects were factored into the rating decision.
50. A CRA should ensure that sufficient clear and easily comprehensible information is published about its procedures, methodologies and assumptions (including financial statement adjustments that deviate materially from those contained in the rating target’s published financial statements and a description of the rating committee process, if applicable) to enable other parties to understand how a rating was determined. This information should include (but not be limited to) the meaning of each rating category and the definition of default or recovery, and the time horizon the CRA used when making a rating decision. A CRA should also ensure that all material sources, including the rated entity and, where appropriate, a related party of the rated entity, which were used to prepare the credit rating, are identified. An indication should also be given as to whether the credit rating has been disclosed to the rated entity or to its related party and, following such disclosure, whether the credit rating has been amended before being issued.
51. A CRA should disclose to what extent it has examined the quality of information used in the rating process and whether it is satisfied with the quality of information it bases its rating on.
52. Where a CRA rates a structured finance product, it should ensure that the public (in the case of a rating which is made available to the public) or subscribers (in the case of a rating which is made available only to subscribers) are provided with sufficient information about its loss and cash-flow analysis, and an indication of any expected change in the credit rating, so that an investor with an interest in investing in the product can understand



the basis for the rating. A CRA should also ensure disclosure of the degree to which it analyzes how sensitive a rating of a structured finance product is to changes in the CRA's underlying rating assumptions. A CRA should disclose, on a timely and ongoing basis, information concerning all structured finance products submitted to it for its initial review or for a preliminary rating. Such disclosure should be made irrespective of whether the issuer of such a product engages the CRA to provide a final rating. A CRA should state the level of assessment it has performed concerning the due diligence processes conducted in relation to the underlying finance products, or other assets, of structured finance products. The CRA should disclose whether it has undertaken any assessment of such due diligence processes or whether it has relied on a third-party assessment, indicating how the outcome of such assessment influences the credit rating.

53. A CRA should differentiate ratings of structured finance products from traditional corporate bond ratings, preferably through a different rating symbology or by using an additional symbol which differentiates them from rating categories used for other rating targets. A CRA should also disclose how this differentiation functions. A CRA should clearly define a given rating symbol and apply it in a consistent manner for all types of debt securities and preferred securities to which that symbol is assigned.
54. A CRA should assist investors in developing a greater understanding of what a credit rating is, and the limits to which credit ratings can be put to use vis-à-vis a particular type of financial product that the CRA rates. A CRA should clearly indicate the attributes and limitations of each credit rating, and the limits to which the CRA verifies information provided to it by the rated entity.
55. When issuing or revising a credit rating, the CRA should explain in its press releases and reports the key elements underlying the rating.
56. Where feasible and appropriate, prior to issuing or revising a rating, the CRA should inform the rated entity of the critical information and principal considerations upon which a rating will be based and afford the rated entity an opportunity to clarify any likely factual misperceptions or other matters that the CRA would wish to be made aware of in order to produce an accurate rating. A CRA will duly evaluate the response. Where, in particular circumstances, the CRA has not informed the rated entity prior to issuing or revising a rating, the CRA should inform the rated entity as soon as practical thereafter and, generally, should explain the reason for the delay.
57. In order to promote transparency and to enable the market to best judge the performance of its ratings, a CRA should, where sufficient historical data exists, publish information about the historical default rates of rating categories and about ratings transition frequency. In addition, a CRA should disclose whether the default rates of rating categories have changed over time. The information should be sufficient to help interested parties understand the historical performance of each category, as well as whether rating categories have changed and, if so, how. It should also help interested parties draw quality comparisons among ratings given by different CRAs. If the nature of a rating, or other circumstances, make an historical default rate inappropriate, statistically invalid, or otherwise likely to mislead the users of the rating, the CRA should explain this. This information should include verifiable and quantifiable historical information about the performance of its rating opinions, organized and structured, and, where possible, standardized, in such a way as to assist investors in drawing performance comparisons between different providers of credit rating services.



58. A CRA should state prominently in each credit rating whether or not the rated entity, or any related party of the rated entity, participated in the credit rating process, and (for an unsolicited rating) whether the CRA had access to the accounts and other relevant internal documents of the rated entity or its related party. A CRA should also disclose its policies and procedures regarding unsolicited ratings.
59. Because users of credit ratings rely on an existing awareness of a CRA's methodologies, practices, procedures and processes, a CRA should fully and publicly disclose any material modification to its methodologies and significant practices, procedures, and processes. Where feasible and appropriate, disclosure of such material modifications should be made prior to their going into effect. A CRA should carefully consider the various uses of credit ratings before modifying its methodologies, practices, procedures and processes. When methodologies, models or key rating assumptions used in preparing any of its credit ratings are changed, a CRA should immediately disclose the likely scope of credit ratings to be affected by using the same means of communication as was used for the distribution of the affected credit ratings.

### **The Treatment of Confidential Information**

60. A CRA should adopt procedures and mechanisms to protect the confidential nature of information shared with it by a rated entity where this occurs under the terms of a confidentiality agreement or otherwise under a mutual understanding that the information is shared confidentially. Unless otherwise permitted by the confidentiality agreement and consistent with applicable laws or regulations, a CRA and its representatives and employees should not disclose confidential information in press releases, through research conferences, to future employers, or in conversations with investors, other issuers or other persons, or otherwise.
61. A CRA should use confidential information only for purposes related to its rating activities or in accordance with any confidentiality agreements with the rated entity.
62. A CRA should take all reasonable measures to protect all property and records belonging to it, or in its possession, from fraud, theft or misuse.
63. A CRA should prohibit its representatives and employees from engaging in transactions in securities when they possess confidential information concerning the issuer of such securities. A representative (or his/her spouse, partner, minor children or any account controlled by the representative in which the representative has a beneficial interest) should not engage in transactions in securities when the representative possesses confidential information concerning the issuer of such securities.
64. In preservation of confidential information, representatives and employees of CRAs should familiarize themselves with the internal securities trading policies maintained by the CRA, and periodically certify their compliance as required by such policies.
65. A CRA should ensure that its representatives and employees do not selectively disclose any non-public information about ratings, or the possible future issue or revision of ratings of the CRA, except to the rated entity or its designated agents.
66. A CRA should ensure that it and its representatives and employees do not share confidential information entrusted to it with its affiliates that are not credit rating agencies,



or with the employees of such affiliates. A CRA and its representatives and employees should not share confidential information within the CRA, or with its affiliates that are credit rating agencies (including the representatives and employees of such affiliates), except on an "as needed" basis and as permitted under any relevant confidentiality agreement.

67. A CRA should ensure that its representatives and employees do not use or share confidential information for the purpose of trading securities, or for any other purpose except carrying on Type 10 regulated activity.



#### **Part 4 – Disclosure Of The Code Of Conduct And Communication With Market Participants**

68. A CRA should have its own code of conduct and should disclose it to the public and describe how its provisions fully implement the provisions of this Code. A CRA should also describe generally how it intends to enforce its code of conduct and should disclose, on a timely basis, any changes to its code of conduct and how it is implemented and enforced.
69. A CRA should establish a function within its organization (or that of its affiliates) charged with communicating with market participants and the public about any questions, concerns or complaints that the CRA may receive. The objective of this function should be to help ensure that the officers and management of the CRA are informed of those issues that they would want to be made aware of when setting the organization's policies.
70. A CRA should publish in a prominent position on its home webpage links to: (a) the CRA's code of conduct; (b) a description of the methodologies it uses; and (c) information about the CRA's historic ratings performance data, or that of any of its affiliate that carries out credit rating activities.
71. A CRA should ensure that details of the following information are available to the public on an annual basis:
  - (a) Its internal control mechanisms designed to ensure the quality of its credit rating activities;
  - (b) Its record-keeping policy; and
  - (c) Its management and rating analyst rotation policy.



## INDE

**1/ Dispose-t-on de données sur la taille et l'évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l'Etat, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s'y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?**

Le montant des émissions de titres de dette sur le marché obligataire pour l'année 2010-11<sup>12</sup> s'élève à 175,8 Mds USD, soit environ 10 % du PIB indien. Le volume des titres émis a régulièrement augmenté au cours des dernières années, passant d'approximativement 15 Mds USD en 1995-96 à 180,6 Mds USD en 2009-10.

Ce marché est composé de deux grandes catégories de titres : d'une part des titres de dette souveraine, partagés essentiellement entre des titres gouvernementaux (*central government bonds*) et des titres émanant des Etats fédérés (*state government bonds*), et d'autre part des titres de dette des entreprises (*corporate debt*), répartis entre les titres des sociétés privées, des entreprises publiques non-financières (*Public Sector Undertakings*) et financières.

Les montants des titres émis en 2010-11 sont à 74% d'origine souveraine (61% de titres gouvernementaux et 13% des Etats fédérés), suivis des sociétés non-financières (13%) et des sociétés financières (12%). Les titres de dette des entreprises demeurent donc minoritaires en raison de contraintes :

- d'offre : préférence historique des entreprises pour les prêts bancaires, plus faciles d'accès, moins procéduriers et moins chers ;
- de demande : les restrictions d'entrée et de plafond d'intervention des investisseurs institutionnels étrangers (IIE) demeurent importantes alors que les IIE sont généralement les acteurs les plus demandeurs d'achat de titres de dette privée ; obligation des banques d'investir dans des titres de dette souveraine (*statutory liquidity ratio* fixé à 24%) ; pénétration encore faible des assurances et des fonds de pension en Inde ; faible mobilisation de l'épargne des ménages vers les marchés financiers.

Les collectivités territoriales, autres que les Etats fédérés, comme les municipalités, peuvent participer au marché obligataire, mais leurs émissions sont restées jusqu'à maintenant très limitées en nombre et en montant ; elles ne dépassent pas 2 à 3 Mds USD en valeur cumulée. Ces entités publiques dépendent le plus souvent des contributions versées par les Etats fédérés, ces derniers s'appuyant eux-mêmes dans une large mesure sur leurs propres recettes et les allocations du gouvernement central.

Les entreprises indiennes s'autofinancent encore à hauteur de 35-40% en moyenne<sup>13</sup> ; les grandes entreprises davantage que les petites et moyennes : jusqu'à 60% pour les grandes compagnies industrielles alors que l'autofinancement pour les PME ne s'élève à guère plus de 10-15%. Les autres sources financières sont dominées par les prêts bancaires domestiques (soit environ 47% des financements externes en 2010-11 – Cf. tableau suivant), suivis des investissements directs étrangers (21%), de la dette obligataire (environ 10%) et des titres de dette à court terme (8%). La dette obligataire est composée à 95% de dette levée sous forme de placements privés (c'est-à-dire offerte à 50 investisseurs institutionnels au maximum) et 5% sous forme d'appel public à l'épargne. Les émissions/ventes d'actions (sur le marché primaire domestique, sur les marchés financiers

<sup>12</sup> Année budgétaire : du 1<sup>er</sup> avril au 31 mars

<sup>13</sup> *Trends in India's corporate financing*, Deutsche Bank Research, 2009

internationaux et à des fonds de *private equity*) ne constituent pas plus de 2% des modes de financement externes des entreprises.

#### Sources de financement externe en 2010-11 (% total)

Crédit bancaire domestique	47,5
Dette entreprises sur le marché obligataire	10,3
<i>placement privé</i>	9,7
<i>appel public</i>	0,7
Dette court terme (CP & CD)	8,0
<i>certificate of deposits (CD)</i>	6,8
<i>commercial papers (CP)</i>	1,3
Emissions d'actions sur marché primaire (IPO;rights issue)	0,9
Capital investissement/développement	0,7
Emissions ADR/GDR	0,2
Investissements Directs Etrangers (entrants)	21
Prêts commerciaux extérieurs	6,3
Dépôts de non-résidents	3,7
Crédit export	1,3

Sources : SEBI, RBI, NSE, DEA

Les parts dans le financement externe des prêts bancaires et de la dette obligataire sont restées plus ou moins stables dans le temps (entre 9 et 10% pour la dette obligataire ; entre 47% et 50% pour le crédit bancaire). Les modes de financement ayant enregistré les progressions les plus nettes sont les IDE (de 9% en 2000-01 à 21% du total en 2010-11) et les titres de dette à court terme (de 1% à 8%).

Enfin, il convient de noter qu'une grande partie des entreprises indiennes sont de petites et très petites tailles et se financent via le circuit financier informel (prêteurs sur gages *etc.*). Ces sources de financement ne sont donc pas comptabilisées dans les chiffres présentés ci-dessus.

## 2/ Connait-on le nombre d'entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ? Quelle évolution ?

Bien qu'aucune étude de marché ne soit disponible sur le secteur des agences de notation financière en Inde, par regroupement d'informations, l'encours du nombre d'entités notées (*outstanding*) fin décembre 2011 serait proche de 20 000 (hors PME)<sup>14</sup>. Si l'on prend l'ensemble des entités notées depuis que les agences de notation locales existent (début des années 90), on s'approcherait de 40 000 entités<sup>15</sup>. Les entreprises non-financières représenteraient la part la plus importante (environ 80%), suivies des sociétés financières (entre 10-15%) et des collectivités territoriales (*public finance*). Concernant les montants, entre 600 et 700 Mds USD d'instruments de dette auraient été notés en valeur cumulée depuis le début des années 90<sup>16</sup>, dominés par les sociétés financières (environ 50% des émissions notées).

Il convient de préciser que les agences locales ne notent pas la dette gouvernementale et que les instruments de dette sur les marchés financiers correspondent à une partie seulement des produits notés (partie la plus importante toutefois). Les agences notent aussi des introductions en bourse, des augmentations de capital, des crédits bancaires classiques (aux grands groupes et institutions financières), des PME, ou encore des institutions de micro-finance. Elles sortent par ailleurs du champ

<sup>14</sup> Nombre qui ne prend pas en compte les petites et moyennes entreprises, soit environ un encours de 20 000 entités notées, provenant cependant dans leur quasi-intégralité de deux agences, *CRISIL* et *SMERA*.

<sup>15</sup> Hors PME une nouvelle fois.

<sup>16</sup> Une grande partie des dettes et crédits ont été notés plusieurs fois puisque les clients des agences ont l'obligation de faire noter les titres qu'ils émettent par au moins deux agences si le montant de ce titre est au moins égal à 20 M USD.

financier pour noter des écoles de commerce, d'ingénieur et de formation aux métiers de la marine, ainsi que des institutions de santé.

### 3/ Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?

Les notes non sollicitées sont autorisées par l'autorité de régulation en Inde : la *Security Exchange Board of India* ou *SEBI* (régulateur indien des marchés financiers, des intermédiaires de marché, dont les agences de notation, et des fonds d'investissement)). Les notes doivent être diffusées et indiquées comme telles par les agences (par le titre « *unsolicited* »). Elles semblent néanmoins être le fait essentiellement des agences de notation les plus récentes ainsi que des agences internationales (non basées en Inde) qui notent de manière non sollicitée certaines grandes entreprises ou banques ayant émis de la dette en dollar (telle que la principale banque indienne, *State Bank of India*).

Les trois plus importantes agences de notation locales (*CRISIL*, *ICRA* et *CARE*) ne réaliseraient aucune notation non sollicitée comme cela est indiqué dans leurs codes de conduite. C'est en revanche moins évident pour les autres agences (notamment *Fitch India* et *Brickworks*). L'une d'elles, dont la création est la plus récente (*Brickworks*) et donc la plus motivée à gagner des parts de marché, a précisé qu'elle menait des notations non sollicitées à la demande de certaines sociétés. Ces notes ne seraient pas rendues publiques par l'agence (ce qui contreviendrait alors à la régulation) et concernent le plus souvent des grandes entreprises ou banques indiennes. Par contre, elle n'initierait pas d'elle-même ce type de notation.

### 4/ Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d'emplois par structure, le chiffre d'affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?

Il existe actuellement six agences de notation implantées dans le pays et enregistrées auprès de l'instance de régulation (*SEBI*) : *The Credit Rating Information Services of India* ou *CRISIL Ltd* (créée en 1988) ; *ICRA Ltd* (1991) ; *Credit Analysis and Research Ltd* ou *CARE Ratings Ltd* (1993) ; *Fitch India* (anciennement *Duff & Phelps*, racheté par *Fitch* en 1999) ; *Brickworks Ratings India Pvt Ltd* (2008) et enfin *SME Rating Agency of India Ltd* ou *SMERA* (2005). D'autres agences non enregistrées auprès du régulateur existent également, dédiées à des segments spécifiques comme *MCRIL* (micro-finance) et *ONICRA* (très petites, petites et moyennes entreprises).

Les agences *CRISIL* et *ICRA* sont cotées sur les marchés boursiers indiens (*Bombay Stock Exchange* et *National Stock Exchange*) et ont le statut de *Public Limited Company*. *CARE* et *SMERA* ont le statut de *Limited Liability Company*, le reste bénéficiant d'un statut de *Private Limited Company*.

#### Caractéristiques juridiques

- *Public Limited Company* : équivalent de la société anonyme en France (personnalité morale ; recours permis à l'épargne publique ; minimum de 7 actionnaires ; conseil d'administration de 3 à 12 directeurs ; capital libéré d'au moins 500 000 INR ou 7300 euros) ;
- *Private Limited Company* : équivalent de la SARL (personnalité morale ; pas de recours à l'épargne publique ; minimum de capital social de 100 000 INR ou 1460 euros ; maximum de 50 actionnaires) ;
- *Limited Liability Company* : proche d'une société d'exercice libéral (qui combine des éléments du partenariat et de structures d'entreprise ; minimum de deux partenaires).

#### *CRISIL Ltd*

*CRISIL Ltd*, créée en 1988, dispose d'un capital social de 1,6 M USD fin décembre 2011 pour des fonds propres totaux atteignant 92 M USD. La compagnie est détenue à 53,1% par l'agence de notation internationale *Standard & Poors*, à 11% par des investisseurs institutionnels internationaux et

à 17% par des institutions financières domestiques. Sa capitalisation boursière s'élève à 1,3 Mds USD fin mars 2012.

Son chiffre d'affaires (CA) atteint 160 M USD en 2011, en progression annuelle moyenne de 26% depuis 2005. Son résultat net est excédentaire et atteint 39 M USD (+32% par an en moyenne depuis 2005). *Crisil* s'étant progressivement diversifié dans des activités de recherche et de conseil, le chiffre d'affaires tiré des notations ne représente plus qu'environ 40% de son CA total alors que son activité de recherche atteint 53% et celle de conseil 7%. Au sein du segment notation, la notation liée aux crédits bancaires (*bank loan rating*) atteint 45% du chiffre d'affaires, le reste correspondant aux instruments de dette (long terme et court terme). Le secteur financier domine le montant de dettes notées (58%), suivi des entreprises non-financières (30%).

Le groupe emploie un total d'environ 2800 personnes. 45% sont dédiés au segment des notations. Le nombre d'emplois a connu un accroissement conséquent (+100% entre 2005 et 2010).

Sa part actuelle de marché (calculé comme la part du montant de dettes et de crédits notés) est la plus importante du pays, bien qu'elle se soit réduit progressivement sous l'effet de la compétition des autres agences. Elle atteint approximativement 40% du segment des instruments de dette et 50% du segment des crédits bancaires.

#### ICRA Ltd

*ICRA*, créée en 1991, dispose d'un capital social de 2,2 M USD pour des fonds propres estimés à 56 M USD. L'entreprise est détenue à 28,5% par l'agence internationale *Moody's*, à 43% par des institutions financières domestiques et à 9% par des fonds institutionnels internationaux. Sa capitalisation boursière atteint 275 M USD fin mars 2012.

Son chiffre d'affaires est de 45 M USD et son profit net d'environ 9 M USD en 2011-12. Ses performances ont augmenté à un rythme régulier (+38% par an en moyenne pour le chiffre d'affaires depuis 2006 et 36% pour le profit). 67% de son CA provient de son activité de notation, dont 63% sont tirés des notes liées aux entreprises non-financières et 31% des sociétés financières. Le reste du CA provient de ses filiales en conseil (*IMACS*) et en solutions informatiques (*ICTEAS* et *ICTON*).

La part de marché d'*ICRA* est d'environ 25% pour les instruments de dette et de 30% pour les crédits bancaires. La compagnie emploie 216 personnes (hors filiales); 50% occupent des fonctions d'analystes.

#### CARE Ratings

*Care Ratings*, créée en 1993, est doté d'un capital de 67 M USD, détenu en majeure partie par trois banques publiques indiennes : 26% par *IDBI Bank Ltd*, 23% par *Canara Bank* et 9% par la *State Bank of India*.

Son chiffre d'affaires atteint 38 M USD et son profit net 20 M USD pour l'année 2010-11. La part de marché de *CARE* est environ de 20% pour les instruments de dette et de 15% pour les crédits bancaires. La compagnie emploie plus de 200 personnes dont 40 à 50% sont des analystes.

#### Fitch Ratings India

L'agence internationale *Fitch Ratings* a racheté *Duff & Phelps* en 1999, qui devient alors *Fitch Ratings India* (détenue à 100 % par *Fitch*). Son chiffre d'affaires se situe aux environs de 20 M USD. Sa part de marché est d'approximativement 10% pour les instruments de dette et de 5% pour les crédits bancaires.

#### Brickworks Ratings

*Brickworks Ratings* est l'une des plus récentes agences de notation. Créée en 2008, elle est composée de 75 à 80 professionnels pour moitié occupant des postes d'analystes. Elle est détenue à 85% par M. Vivek Kulkarni, un ancien cadre du *Crisil*. Elle détient environ 5% de part de marché sur les instruments de dette.

*SME Rating Agency of India Ltd*

Bien qu'existant depuis 2005, elle n'est enregistrée auprès de la SEBI que depuis mars 2011 et s'est jusqu'à présent concentrée sur les très petites, petites et moyennes entreprises (environ 15 000 entités notées). La compagnie a été fondée par une banque publique de développement, la *SIDBI*, et une compagnie privée spécialisée dans le traitement de l'information, *Dun & Bradstreet Information Services India Private Limited*.

**5/ Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?**

Il existe une réglementation spécifique aux agences de notation financière établie en 1999 par la *SEBI*. Elle concerne les agences engagées dans la notation de titres (obligations et souscription d'actions) émis sur les marchés financiers (*securities offered by way of public or rights issues*). Elle a été mise en place afin de répondre aux exigences suivantes :

- entrée d'acteurs crédibles dans ce segment d'activités au travers des normes d'entrée strictes et de critères d'éligibilité tels que la nécessité pour le demandeur d'être enregistré sous le *Companies Act, 1956* et de posséder un capital minimum de 50 M INR (environ 770 000 euros).
- capacité des agences à fournir des notes de manière objective (au travers d'obligations générales fixées par le régulateur) ;
- accès le plus large possible aux notes par les investisseurs (au travers de procédures claires et détaillées de dissémination au public des notations) ;

Les agences de notation doivent suivre un certain nombre d'obligations générales, détaillées dans la réglementation de 1999 :

- mise en place d'un code de conduite édicté par la SEBI (23 points spécifiques) ;
- accord avec le client (obligation de signer par écrit un accord avec chaque client dont le titre doit être noté ; cet accord mentionne les droits et devoirs de chaque partie ou l'obligation pour le client d'obtenir une note d'au moins deux agences si le montant du titre émis est égal ou supérieur à 1000 M INR ou 15 M d'euros) ;
- contrôle (*monitoring*) des notations (obligation d'actualiser la note, de diffuser les nouvelles notes et/ou des changements dans la presse, sur leurs sites internet ou aux bourses locales) ;
- procédures pour revoir/actualiser les notations (obligation de le faire périodiquement, même si le client refuse de coopérer) ;
- publication de la définition du rating (symboles utilisés et signification) ainsi que des raisons de la note attribuée (*rationale*) ;
- soumission d'informations à la *SEBI* à sa demande, plus obligation de transmettre tous les ans le bilan et le compte de résultat ;
- obligation pour l'agence d'être en conformité avec les circulaires émises par la *SEBI* ;
- obligation pour l'agence de nommer un *compliance officer* responsable du suivi de l'application de la réglementation et de ses changements ;
- obligation de maintenir pendant une période minimale de cinq ans tout un ensemble d'éléments comptables et de procès-verbaux (comptes de résultat, bilan ; rapport d'audition comptable, correspondances avec chaque client, procès-verbaux des décisions du comité de notation...) ;
- obligation de rectifier les déficiences mises en évidence dans le rapport de l'auditeur comptable dans une période de deux mois après la date de parution du rapport ;
- exigence de confidentialité ;
- obligation de spécifier les procédures de notation.

La réglementation spécifie également que les agences de notation ont interdiction de fournir des notes de titres émis par leurs promoteurs (entité détenant au moins 10% du capital) et associés (entité privée détenue par le promoteur à hauteur d'au moins 10%). Par ailleurs, elle édicte le droit de la *SEBI* d'inspecter et de soumettre à enquête les agences de notation selon une procédure définie. Enfin, elle spécifie les procédures d'action de la *SEBI* en cas d'infraction par l'agence de la réglementation en vigueur.

La réglementation a évolué régulièrement au cours des dix dernières années, soit 11 amendements depuis 1999. Des modifications significatives sont survenues à partir de 2010 en application de certaines recommandations faites dans un rapport officiel sur la régulation des agences en Inde<sup>17</sup> commandé par le Haut Comité indien sur les questions financières<sup>18</sup> (composé des principaux régulateurs financiers).

**A la suite de la mise en cause des agences de notation internationales dans l'aggravation de la crise financière de 2008, les autorités indiennes ont voulu réagir vite en renforçant la réglementation des agences de notation locales dans le but, en particulier, de contenir les conflits d'intérêt.** Parmi les renforcements réglementaires datant de 2010, on peut mentionner :

- la transparence des procédures de notations (tous les éléments comptables, analytiques et décisionnels liés à chaque notation doivent être gardés par l'agence pendant au moins cinq ans) ;
- l'obligation de mener et de publier des études de défaut (décalage entre la notation et les performances de l'entité notée) ;
- les mesures pour lutter contre les conflits d'intérêt : les analystes ne doivent participer en aucune mesure aux aspects « marketing », notamment il leur est interdit de participer aux négociations des honoraires ; les employés engagés dans la notation et leurs proches ne doivent avoir aucune participation dans l'actionnariat de l'émetteur ;
- obligations liées à la notation de produits structurés (notamment l'interdiction de fournir des services de conseils ou de consultance pour la structuration du produit) ;
- obligations liées aux notations non sollicitées ;
- renforcement de la transparence des informations avec l'obligation de divulguer : la méthodologie ; un historique des notations et des défauts ; les sources de chiffre d'affaires par émetteur ; l'existence de conflits d'intérêts ; des informations détaillées sur les produits structurés, leurs « originateurs » et leurs actifs sous-jacents ; des informations sur les notations non sollicitées ; les statuts de conformité avec le code de conduite de l'*International Organisation of Securities Commission (IOSCO)* ;
- obligation pour l'agence de mener un audit interne tous les six mois.

#### **6/ Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?**

Les notations produites sont utilisées à des fins réglementaires, en particulier en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques. Dans le cadre de l'application des règles de Bâle II, les banques indiennes ont été contraintes d'évaluer leurs risques de crédit à l'aide de notations externes. Dans sa circulaire « *New Capital Adequacy Framework (Basel II)* » en date d'avril 2007, La *Reserve Bank of India* (le régulateur bancaire indien) a clairement incité les banques à faire appel à ces notations en fixant une pondération de risque à 100% pour les actifs bancaires non notés (ce qui mécaniquement augmente le capital requis pour les banques). Pour chaque catégorie de risque, la *RBI* a ensuite défini des pondérations spécifiques (tableau ci-dessous pour les crédits longs) devant être appliquées par les banques.

<sup>17</sup> *Reporting of the Committee on Comprehensive Regulation for Credit Rating Agencies*

<sup>18</sup> *High level Coordination Committee on Financial Matters (HLCCFM)*

Long term ratings of the chosen credit rating agencies operating in India	Standardised approach risk weights (in per cent)
AAA	20
AA	30
A	50
BBB	100
BB & below	150
Unrated	100

Source : RBI (2011)

D'autres régulateurs comme l'IRDA (autorité de régulation des assurances) et PFRDA (autorité de régulation des fonds de retraite) imposent aux entités sous leur supervision qu'elles utilisent les notations des agences locales pour leurs décisions d'investissements.

**Produits d'investissement requérant une notation par les régulateurs**

Product	Regulator
Banks' investments in unrated non-SLR portfolio	RBI
Investments by Insurance companies	IRDA
Provident Fund investments	Government of India

Afin de renforcer la lisibilité et la compréhension des notations, il a été par ailleurs décidé en juin 2011 par la SEBI en concertation avec les autres régulateurs, en particulier la RBI, de standardiser les symboles de notation des agences indiennes.

**7/ Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?**

La SEBI est l'autorité de supervision des agences de notation en première instance. Elle est en charge de la régulation des intermédiaires et activités de marché, tant primaires que secondaires, ainsi que de l'enregistrement des investisseurs institutionnels. Ce régulateur a été créé en 1992 suite à la promulgation du *Securities and Exchange Board of India Act*. Ces principales attributions sont :

- intermédiaires de marché : enregistrement, supervision et inspection ;
- marchés : garantie du bon fonctionnement des marchés et de leurs institutions (une division spécifique de la SEBI se charge des marchés de dérivés) ;
- information des actionnaires : garantie du bon déroulement des introductions en bourse puis de la cotation ainsi que de la bonne gouvernance d'entreprise ;
- fonds d'investissement : enregistrement et régulation des gestionnaires d'actifs (*mutual funds*), des fonds de capital risque (*venture capital*), tant domestiques qu'étrangers, des investisseurs institutionnels étrangers et des gestionnaires de portefeuilles.

La division au sein de la SEBI en charge de surveiller les agences de notation est le Département de Supervision et de Régulation des Intermédiaires de Marchés (MIRSD). En son sein, il existe un département qui suit plus spécifiquement les agences de notation : il s'agit du bureau *MIRSD-4* dont les intermédiaires supervisés dépassent les seules agences de notation et intègrent les gestionnaires/administrateurs de débenture (*debenture trustees*) ainsi que les agents dépositaires (*depository participants*). Cette division comprend 9 personnes dont le Chef de division.

***Produits/instruments requérant obligatoirement une notation externe avant leurs émissions***

Instrument	Regulator
Public / Rights/ Listed issue of bonds	SEBI
IPO Grading	SEBI
Capital protection oriented funds	SEBI
Collective Investment Schemes of plantation companies	SEBI
Commercial Paper	RBI
Bank loans	RBI (Basel II capital computation for banks)
Security Receipts	RBI (For NAV declaration)
Securitized instruments (Pass Through Certificates)	RBI ((Basel II capital computation for banks)
Fixed Deposits by NBFCs & HFCs	RBI
LPG/SKO Rating	Ministry of Petroleum and Natural Gas
Maritime Grading	Directorate General of Shipping (for some courses)

Les agences de notation attribuent néanmoins des notes à des produits ou instruments échappant à la régulation de la *SEBI* comme les crédits bancaires, tombant sous l'autorité de la *Reserve Bank of India*. En conséquence, certains régulateurs interviennent en deuxième instance dans la supervision des agences, en particulier en décidant des agences accréditées à fournir des notations sur les instruments et produits financiers sous leur surveillance. Par exemple, la notation des prêts bancaires par les agences locales ne peut se faire sans l'accréditation préalable de la *Reserve Bank of India* qui ne l'attribue qu'à la suite d'un examen rigoureux et détaillé des caractéristiques de l'agence. Si l'examen est concluant, l'agence est alors accréditée « *External Credit Assessment Institution* » ou *ECAI*. Aujourd'hui, 4 agences sont accréditées par la *RBI* : *CRISIL*, *ICRA*, *CARE* et *FITCH India*.

D'une manière générale, la *SEBI* consulte les autres régulateurs avant la formulation de changements dans la régulation touchant aux agences de notation. Par ailleurs, les inspections des agences sont menées par des équipes conjointes regroupant les principales instances de contrôle du système financier (*SEBI*, *RBI* et *PFRDA* notamment). Au premier mars 2012, une circulaire de la *SEBI*, publiée après consultation avec les autres régulateurs, stipule que les agences doivent appliquer aux notations des instruments non régulés par la *SEBI*, toutes les mesures réglementaires (transparence, audit interne...) appliquées jusqu'à maintenant aux autres instruments.

**8/ Y a-t-il une obligation d'enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d'enregistrement ?**

Il y a une obligation d'enregistrement des agences de notation auprès de la *SEBI* si celles-ci veulent noter des produits émis et échangés sur les marchés financiers. Elles reçoivent à ce titre un certificat d'enregistrement initial d'une durée de cinq ans (*form B*) ; à l'issue de ces cinq années, l'agence peut demander un certificat d'enregistrement permanent. Il s'agit d'une nouvelle procédure mise en place en juillet 2011. Avant cette date, l'agence bénéficiait d'un certificat d'enregistrement de 3 ans, renouvelable.

Afin d'obtenir le certificat initial, il est nécessaire de remplir le formulaire de demande d'enregistrement dans lequel sont requis nombre d'informations et de pièces associées sur la situation financière et la gouvernance de l'entreprise candidate, notamment :

- le statut de l'entreprise, le montant et la structure de son capital, le nom, la qualification des directeurs et du personnel clé *etc.* Ces éléments doivent être accompagnés des certificats d'incorporation, des mémorandums et articles d'association ainsi que d'un certificat d'authenticité d'un expert-comptable concernant le montant du capital ;
- le détail des infrastructures ;
- la liste des actionnaires et associés ;
- une liste d'informations sur l'activité de la compagnie dans le domaine de la notation (noms des clients, type de titres notés, montant *etc.*), avec notamment un « business plan » ;

- des informations financières accompagnées des comptes annuels audités des trois dernières années ;
- des informations sur des litiges avec documents à l'appui ;
- la signature du formulaire par au moins deux directeurs.

A chaque étape, l'agence doit payer des frais (*fees*) détaillés dans le tableau ci-dessous :

Frais de candidature à un certificat d'enregistrement initial	50 000 INR (770 euros)
Frais d'enregistrement initial	2 666 700 INR (41 000 euros)
Restant à payer pour les agences bénéficiant d'un certificat d'enregistrement de 3 ans (avant le dernier amendement)	666 700 INR (10 200 euros)
Frais d'enregistrement permanent	1 000 000 INR (15 400 euros)

Source : SEBI

D'après nos informations, à ce jour, une seule demande d'enregistrement aurait été rejetée. D'une manière générale, il semble que le régulateur soit ouvert à la compétition, l'Inde étant un des rares pays, voire le seul, qui compte autant d'agences de notation enregistrées (6), dont deux nouvelles l'ont été entre 2008 et 2011.

**9/ Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?**

Depuis que la réglementation existe, il n'y a pas eu de mise en cause officielle de la responsabilité des agences de notation suivie de poursuites juridiques et/ou judiciaires. Les inspections menées jusqu'à maintenant se sont traduites par plusieurs « *warning deficiency letters* » adressées à certaines agences, soit des avertissements sur la non-conformité de l'agence à l'égard d'un ou plusieurs points de la réglementation, ce qui est le premier stade des actions menées par la *SEBI* en cas de contravention à la réglementation.

On compte néanmoins plusieurs incidents significatifs pour lesquels les agences de notation ont été critiquées publiquement. Ainsi, dans les années 90, *CARE* avait noté triple A une compagnie financière non-bancaire, *CRB Capital Markets*, qui s'est ensuite effondrée, témoignant d'un « *monitoring* » insuffisant de la part de l'agence. L'agence *ICRA*, à la même époque, a accordé une notation élevée au groupe *Hotel Leelaventure* alors que celui-ci a fait défaut sur sa dette peu de temps après. D'autres cas de ce type ont amené les autorités à mettre en place une régulation stricte à partir de 1999. Après cette date, *CRISIL* a connu un déboire médiatisé avec la compagnie *BPL* qui a fait défaut sur ses obligations contractées auprès de *LIC* alors qu'elle bénéficiait d'une notation élevée. D'une manière générale, les agences de notation en Inde sont occasionnellement critiquées publiquement (dans la presse) pour leurs erreurs de jugement, sans que cela donne lieu à des poursuites à proprement parler.

**10/ Les autorités de supervision des agences ont-elles une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?**

La *SEBI* semble avoir une politique plutôt stricte de contrôle. La régulation a évolué progressivement vers un renforcement de l'encadrement, que cela soit en termes d'exigence de transparence ou de rapports d'audit à mener et à délivrer. Parmi les mesures de contrôle, on peut noter :

- un rapport d'audit interne à effectuer tous les six mois qui est suivi de l'envoi à la *SEBI* d'un « *Action Taken Report* » explicitant les actions menées par l'agence pour rectifier les déficiences mises en évidence dans le rapport ;
- la soumission d'informations sur l'agence à la demande de la *SEBI*. Il semble que des demandes soient faites de manière assez régulière.
  - L'obligation pour l'agence de nommer un *compliance officer* responsable du suivi de l'application de la réglementation et de ses changements.

Concernant l'intensité du contrôle, la *SEBI* demanderait régulièrement des informations aux agences et réalise des inspections. Cependant, il ne semble pas que le rythme de ces dernières soit très élevé. Sur les dix dernières années, on comptabilise trois inspections, deux en 2008-09 et une en 2007-08.

Concernant ses compétences juridiques, la *SEBI* a le pouvoir de suspendre ou d'annuler le certificat d'enregistrement de l'agence en cas de contraventions au règlement. L'annulation concerne les cas de fraude, les manquements répétés à la réglementation ou encore l'insolvabilité avérée de l'agence de notation. L'annulation ou la suspension sont cependant les cas les plus graves et ultimes, d'autres actions peuvent être menées en fonction du niveau d'infraction : notamment l'adresse de « *warning deficiency letters* » et des pénalités financières.

Les décisions de suspension ou d'annulation sont activées après qu'une procédure précise ait été suivie. Tout d'abord, elles supposent une inspection préalable. Elles impliquent ensuite des « *enquiry proceedings* » ou procédures de poursuite au sein desquels un « *enquiry officer* » est désigné par la *SEBI* pour rédiger un rapport d'enquête qui sera communiqué à la *SEBI*. Sur la base de ce rapport, la *SEBI* envoie une notice à l'agence dans laquelle elle énonce ses conclusions (décision de suspension ou pas), notice à laquelle doit répondre l'agence dans les quinze jours suivants la date de réception. L'ordre de suspension (s'il y a lieu) est ensuite émis et envoyé à l'agence de notation. L'ordre doit être enfin publié par la *SEBI* dans deux journaux quotidiens. L'agence de notation peut faire appel de l'ordre auprès du *Securities Appellate Tribunal* (tribunal d'appel) dont le poste de Président est généralement occupé par un membre d'une haute cour de justice, ou auprès du gouvernement central.

#### **11/ Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangère ?**

La *SEBI* n'aurait pas de procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangères qui seraient spécifiquement dédiées aux agences de notation. La *SEBI* coopère de manière active avec des organes multilatéraux et bilatéraux dans le domaine de la régulation financière en général :

- La *SEBI* a signé 18 accords bilatéraux de coopération avec des autorités étrangères, prévoyant une assistance mutuelle et des partages d'information (aussi dans le domaine de la régulation des agences de notation). Parmi les autorités étrangères des marchés financiers signataires des accords, on retrouve la Chine, la Russie, les Etats-Unis, la France, Israël, Hong-Kong ou encore les Emirats Arabes Unis.
- La *SEBI* est un membre actif de l'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, assemblée de l'ensemble des régulateurs étrangers des marchés financiers. *SEBI* est membre du Comité Technique de l'*IOSCO* dont elle a accueilli la réunion internationale en 2010. Elle a également co-présidé la *Task Force* du Comité sur les Marchés Emergents de l'*IOSCO* dont l'objectif est d'aider au développement des marchés obligataires privés dans les économies émergentes. Elle préside aussi l'une des trois chaises de la *Task Force* de l'*IOSCO* sur la régulation des produits dérivés ;
- La *SEBI* est membre des séances plénières du *Financial Stability Board* dépendant du G20 (3 réunions en 2010-11). La *SEBI* fournit des analyses et commentaires sur les travaux effectués par le FSB (dont l'un porte sur l'ébauche de principes visant réduire la dépendance aux agences de notation) ;
- La *SEBI* fournit de l'assistance technique à ses pays voisins (Népal, Sri Lanka) et participe à des programmes de formation internationaux (*IOSCO, OCDE, FMI...*).
- La *SEBI* accueille régulièrement des visites officielles comme celle du Parlement Européen en 2010-11 dirigé par Wolf Klinz, Président du Comité spécial sur la crise économique, financière et sociale. La *SEBI* mène également des visites d'étude dans des pays étrangers (*study tours*).

## JAPON

**1) Dispose-t-on de données sur la taille et l'évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l'Etat, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s'y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?**

**Le marché des émissions obligataires privées est relativement faible au Japon pour deux raisons :**

- Comme en Europe, le financement des entreprises japonaises est beaucoup plus intermédié qu'aux Etats-Unis. Ainsi, au Japon, le financement par le crédit représentent un tiers des financements des entreprises non financières alors que le financement obligataire ne compte que pour 6,9 %.
- Le marché obligataire est dominé par les obligations publiques. Le total des émissions annuelles représente des montants importants (1 900 Mds d'euros) mais la majorité des émissions (94 %) concernent des obligations publiques.

Cf. annexes.

**2) Connaît-on le nombre d'entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ? Quelle évolution ?**

**Le nombre d'entités cotées varie entre 700 et 1000 mais sur une tendance en baisse.** Les deux agences japonaises, JCR et R&I, sont les agences qui notent le plus d'entités (637 et 669 respectivement en 2012). Chacune couvre plus de 80 % des émissions réalisées au Japon. Au niveau de l'évolution des émissions, la tendance s'inscrirait à la baisse pour plusieurs raisons :

- une situation économique jugée atone (baisse du nombre et du montant des émissions de titres obligataires) ;
- la volonté de certaines sociétés de ne plus solliciter plusieurs notations : les investisseurs japonais se satisfont davantage qu'en Europe d'une seule notation ;
- la faiblesse du marché des produits titrisés au Japon (ce marché est majoritairement animé par les seuls Mortgage bonds émis par la Japan Housing Finance Agency (80 % – 90% des volumes).

Cette baisse se répercute différemment selon les acteurs. Alors que les activités des opérateurs japonais sont plutôt stables, les opérateurs étrangers enregistrent une baisse car la clientèle entreprise a tendance à confier les notations d'émissions de titres émis sur le marché domestique aux agences japonaises.

**3) Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?**

**Les cinq agences interrogées procèdent à des notations non sollicitées.** Toutefois le nombre de notations non sollicitées par agence est très faible. Même en cas de notations sollicitées les agences s'efforcent d'obtenir des entretiens afin de collecter l'ensemble des informations nécessaires à leur processus de notation.

La notion de notation non-sollicitée peut varier selon les établissements. Par exemple, Moody's indique que lorsqu'une demande de notation est adressée par une filiale d'entreprise installée en dehors du Japon, la notation de la holding est considérée comme non-sollicitée, car ne faisant pas l'objet de refacturation à la maison mère (seule la filiale émettrice est facturée). Lorsque les agences JCR et R&I sont sollicitées pour évaluer la situation d'établissements financiers à l'étranger, ces

agences japonaises procèdent également à la notation des souverains où sont domiciliés les établissements financiers notés.

Au Japon la loi impose de publier sur les sites Internet des agences de notation les conditions dans lesquelles s'effectuent les notations non-sollicitées. Enfin, la loi japonaise n'autorise pas les banques à utiliser les notations non-sollicitées pour évaluer leur profil de risque crédit.

**4) Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d'emplois par structure, le chiffre d'affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?**

**Le modèle japonais est atypique puisque un grand nombre d'acteurs (cinq) interviennent sur le marché de la notation.** Les deux acteurs dominants sont des entreprises japonaises (JCR et R&I) et sont de taille modeste en comparaison de leurs concurrentes d'envergure internationale (Standard and Poor's, Moody's et Fitch). Ces agences bénéficient du statut de sociétés par actions. Les agences de rating japonaises n'interviennent que sur le marché domestique et leur rayonnement international demeure extrêmement limité. Cf. annexe.

**5) Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?**

**Un encadrement de l'activité des agences de notation a été décidé en 2008-2009 après le choc Lehman en droit fil des débats organisés par le G20.** Il n'y avait pas de régulation auparavant. La réglementation spécifique applicable au contrôle des agences de notation a été mise en place à partir d'avril 2010. Le contenu de cette nouvelle réglementation s'appuie sur les dispositifs définis dans le cadre de l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions). Depuis son introduction, il n'y a pas eu d'amendement de cette législation.

**6) Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?**

**Dans le cadre d'une activité de contrôle des établissements bancaires et financiers par la FSA (Financial Service Agency) japonaise, l'information contenue dans la notation est un des facteurs qui est pris en compte par les auditeurs.** En revanche, une soudaine dégradation de la notation d'un établissement financier ne déclenche pas systématiquement la survenue d'un contrôle. Bien entendu les notations produites par les agences sont intégrées dans les modèles d'évaluation de risque interne de crédit des banques, qu'elles aient adopté une méthode avancée ou standard.

En revanche, la FSA ne dispose pas, au contraire de l'Autorité de Contrôle Prudentiel française, d'un dispositif propre d'évaluation du risque crédit (cf. notation Banque de France). Nous ne savons pas si le régulateur se sert des notations des agences de crédit pour évaluer les portefeuilles de créances des banques lorsque celles-ci font l'objet d'un audit.

**7) Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?**

Deux entités sont concernées :

- La **FSA**, plus particulièrement la **Securities Business Division** au sein du Supervisory Bureau s'est vue confier depuis avril 2010 la supervision des agences de notation (enregistrement, contrôle sur pièces...).
- La **SESC**, directement rattachée à la FSA, en charge de la surveillance des opérations de marchés assure les inspections sur place des agences de notation.

Au sein de la Securities Business Division, l'effectif est limité à 4 personnes (2 agents + 2 responsables hiérarchiques). Au niveau de la SESC, il n'existe pas d'inspecteurs dédiés au contrôle des agences de notation<sup>19</sup>. Un groupe de 6 inspecteurs est donc constitué lors de chaque inspection et bénéficie d'une formation ad hoc.

Ces deux entités (FSA et SESC) sont par ailleurs soutenues dans leurs activités par la division internationale (pour les questions de coordination internationale) et la division « corporate accounting and disclosure » (pour les aspects légaux).

**8) Y a-t-il une obligation d'enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d'enregistrement ?**

**Il n'y a pas strictement d'obligation d'enregistrement auprès de la FSA.** Cependant toutes les agences notations sont enregistrées afin que les intermédiaires financiers puissent utiliser leur cotation. Les conditions d'enregistrement sont les suivantes :

- être établi physiquement au Japon,
- avoir mis en place une structure organisationnelle adaptée pour assurer l'ensemble du processus de notation (cette mention s'inspire des dispositifs prévus dans l'IOSCO qui mettent l'accent sur le processus de rating, la qualité du contrôle, l'existence d'un dispositif de « compliance », un dispositif de prévention des conflits d'intérêts et une gouvernance clairement définie).

A ce jour, la FSA n'a pas eu à refuser de demande d'enregistrement.

**9) Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?**

A notre connaissance, seules deux mises en causes, anecdotiques, concernent JCR. Dans les deux cas la justice a donné raison à JCR et a débouté les requérants.

**10) Les autorités de supervision des agences ont-ils une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?**

Selon les textes de loi japonais (cf. Financial Instruments and Exchange Act), la SESC a autorité pour conduire régulièrement les inspections des agences de notation. Aucun objectif chiffré quant à la fréquence des contrôles n'est porté à notre connaissance. Ces inspections sont préparées par les équipes de la SESC (timing, cible, thématiques...). Depuis la mise en place de la loi encadrant l'activité des agences de notation au Japon (avril 2010), 4 établissements ont fait l'objet d'une enquête (2 sont actuellement en cours). Le manuel d'inspection est accessible sur le site internet de la SESC.

**11) Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangère ?**

Il n'existe pas à notre connaissance de réelle procédure de coordination avec des autorités de contrôle étrangères. En revanche, soulignons que M. Masamichi Kono, deputy commissioner for International Affairs de la Japanese FSA a récemment été nommé Président du Comité Technique de l'IOSCO.

---

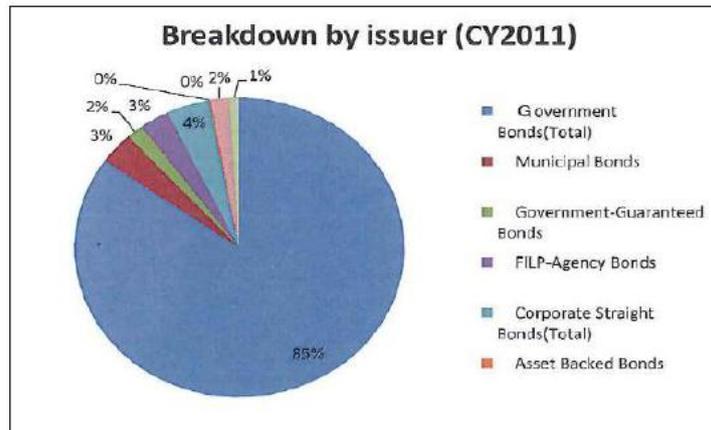
<sup>19</sup> La SESC dispose d'une centaine d'inspecteurs pour conduire l'ensemble des missions qui lui sont confiées.

**Commentaires éventuels :**

1- Le marché japonais de la notation diffère sensiblement de ce qui existe en Europe et aux Etats-Unis. Avec deux acteurs locaux leaders sur ce marché, les trois agences d'envergure internationale se positionnent en outsiders. En revanche ces agences japonaises ne sont reconnues que sur le marché domestique et n'ont aucune dimension internationale même si elles sont certifiées comme ECAI (External Credit Assessment Institution) en Europe.

2- La supervision des agences de notation au Japon se met en place progressivement. Les premières inspections ont consisté à vérifier la mise en application effective des règles définies en interne par les agences de rating (gouvernance, cellule « compliance », séparation stricte entre analystes et commerciaux, procédure de révision des notations...). La deuxième étape consistera à identifier les divergences éventuelles et, le cas échéant à définir un certain nombre de meilleures pratiques à appliquer. Il est probable que ce mouvement ne s'effectuera que dans le droit fil des recommandations établies par l'IOSCO.

Tableaux 1.1 : les émissions d'obligations privées ne représentent qu'une très faible partie des émissions en 2011



Source : Japan Credit Rating

Tableaux 1.2 : les modes de financements des entreprises non financières japonaises et européennes sont assez proches.

Liability structure of private non-financial Corporations

	Borrowing Bonds (%)		Stock (%)	Other (%)
Japan	33.2	6.9	33	26.9
The U.S.A	8.1	19.9	51.2	20.8
Euro Area	33.8	3.6	46.9	15.8

Source: Bank of Japan

\*As of December 2011 for Japan and the US, and as of September 2011 for Euro Area

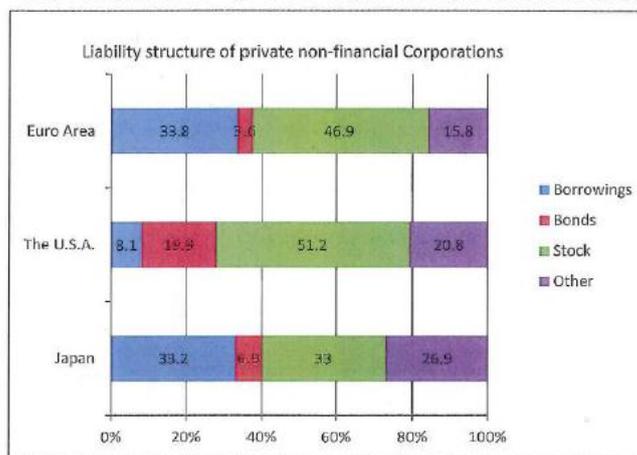




Tableau 1.3 : les émissions de dette obligataire publiques sont en progression régulière depuis le choc Lehman quand les émissions privées s'inscrivent en repli.

(bil.JPY)

Calender year	Government Bonds(Total)	Municipal Bonds	Government-Guaranteed Bonds	FILP-Agency Bonds	Corporate Straight Bonds(Total)	Asset Backed Bonds	Convertible Bonds	Bank Debentures(Total )	Yen-Denominated Bonds issued by non-resident(Total)	Total
1998	84,804	1,722	2,271	0	12,643	142	73	23,305	330	132,429
1999	102,051	1,998	2,966	0	6,913	586	528	24,517	936	144,868
2000	105,996	2,200	4,855	0	7,975	301	275	20,980	2,562	148,564
2001	133,970	2,299	4,815	546	8,272	338	248	18,698	1,594	173,870
2002	147,832	2,583	4,216	2,409	7,151	585	280	12,992	671	181,786
2003	154,686	4,265	6,477	2,457	7,381	348	57	9,693	809	191,356
2004	175,268	5,252	8,244	3,189	5,767	113	211	8,168	1,467	213,293
2005	186,156	6,153	7,821	4,187	6,852	237	65	8,455	1,789	227,265
2006	175,684	6,031	4,434	4,493	6,545	314	553	7,228	741	210,192
2007	140,455	5,704	4,462	4,557	9,186	72	35	6,533	2,201	176,494
2008	125,752	5,874	4,494	4,472	8,843	283	150	5,862	2,308	159,213
2009	145,660	7,439	4,926	4,599	11,393	101	204	4,407	1,302	180,030
2010	165,824	7,608	4,540	4,999	9,559	120	123	3,902	1,765	198,440
2011	164,064	6,655	3,153	5,647	8,284	200	33	3,499	1,856	193,392

Source : Japan Securities Dealer Associaton

Tableau 2.1 : légère diminution du nombre d'entités cotées entre 2011 et 2012

<Confidential Treatment Requested>

FY2012	JCR	R&I	S&P	Moody's
Total	637	669	188	181
Agriculture, Forestry, Fisheries	1	0	0	0
Air Transportation	1	1	0	0
Auto industries	14	28	7	4
Chemistry	36	44	2	6
Construction	14	17	0	0
Electric Application	21	51	14	12
Electric Power and Gas supply	18	19	7	11
Fiber	5	4	0	1
Foods	27	25	2	3
Glass	11	10	1	0
IT	15	16	4	4
J REIT	12	24	11	17
Land Transportation	25	28	1	2
Machinery	22	32	2	3
Maritime Transportation	4	4	1	2
Medical & Educational Institution	19	19	0	0
Metallurgical	5	4	0	0
Mining	1	1	1	1
Nonferrous metal	8	9	1	1
Oil, Coal	6	4	0	2
Other	2	0	0	0
Other Manufacturing	8	10	0	0
Pharmaceutical	4	16	1	3
Precision	4	9	0	1
Pulp	8	9	0	0
Real Estate	21	12	3	2
Retail	38	18	5	1
Rubber	5	3	0	1
Service	14	17	0	0
Steel	9	7	1	3
Warehousing	8	6	0	0
Wholesale	28	21	8	6
Banks	127	75	39	36
Insurance	27	30	41	13
Securities, etc.	20	17	9	11
Other financial	42	40	10	9
Municipal Bond	1	9	9	12
Government (Japan)	1	1	1	1
FILP Ancecies	5	29	7	13

Source : Japan Credit Rating

<Confidential Treatment Requested>

FY2011	JCR	R&I	S&P	Moody's
Total	635	685	188	222
Agriculture, Forestry, Fisheries	1	0	0	0
Air Transportation	1	1	0	1
Auto industries	15	29	7	8
Chemistry	36	45	2	8
Construction	14	18	0	1
Electric Application	22	54	14	15
Electric Power and Gas supply	18	19	7	11
Fiber	5	4	0	2
Foods	27	25	2	4
Glass	11	10	1	3
IT	16	16	4	5
J REIT	8	25	11	17
Land Transportation	25	28	1	9
Machinery	21	32	2	4
Maritime Transportation	4	4	1	2
Medical & Educational Institutions	20	23	0	0
Metallurgical	5	4	0	1
Mining	1	1	1	1
Nonferrous metal	8	9	1	1
Oil, Coal	6	3	0	2
Other	1	0	0	0
Other Manufacturing	8	11	0	0
Pharmaceutical	5	15	1	4
Precision	4	9	0	2
Pulp	8	9	0	0
Real Estate	20	12	3	5
Retail	37	18	5	3
Rubber	5	3	0	1
Service	16	20	0	0
Steel	10	7	1	2
Warehousing	8	6	0	0
Wholesale	28	22	8	7
Banks	121	75	39	37
Insurance	30	32	41	18
Securities, etc.	21	19	9	11
Other financial	42	39	10	11
Municipal Bond	1	9	9	12
Government (Japan)	1	1	1	1
FILP Ancecies	5	28	7	13

Source : Japan Credit Rating

Tableau 4.1 – Cinq agences de notations sont implantées au Japon : 2 entités japonaises et les 3 intervenants connus à l'échelon international.

	JCR	R&I	Moody's Japan	Moody's SF Japan	S&P Rating Japan	Japan S&P	Fitch Rating Japan
Effectif (dont analystes)	106 (57)	175 (80)	106 (70)	58 (24)	90 (38)	58 (10)	37 (15)
Montant du capital	584 millions yens	588 millions yens	10 millions	2,2 millions yens	712 millions yens	50 millions yens	10 millions yens
Relations capitalistiques	Principaux actionnaires: Jiji Press Ltd (média): 18%; Kyodo News (média): 3,5%	Principaux actionnaires: Nikkei Inc. (média); Nikkei Business Publications (média): 13,5%; Quick (média financier - groupe Nikkei): 4,5%	Filiale à 100% de Moody's Group Japan elle-même filiale à 100% de Moody's Overseas Holdings Inc	Filiale à 100% de Moody's Japan	Filiale à 100% de S&P International LLC	Filiale à 100% de S&P Rating Japan	Filiale à 100% de Fitch Ratings Ltd
Chiffre d'affaires	1,66 md yen (mars 2011)	1,1 Md de yen (mars 2011)	2,3 Mds de yens (décembre 2010)	Lancé en 09/2011: activité de notations de pdts titrisés	1,1 Md de yens (décembre 2010)	-	62 millions yens
Résultat net	51 millions yens	105 millions yens	-616 millions yens	-	775 millions yens	-	-55 millions yens

Sources: FSA

Tableau 4.2 – Les marché de la notation est atypique au Japon puisque les deux intervenants majeurs sont les agences japonaises

**Rating coverage for publicly offered bonds issued by Japanese corporations, financial institutions and government agencies (excl. ABS, RMBS, etc.)**

Comparison of Coverage Ratios by Major Rating Agencies (based on data from JSDA)

Year	Coverage Ratio (%) (in terms of issued value)				Coverage Ratio (%) (out of total # of issues)			
	R&I	JCR	S&P	MDY	R&I	JCR	S&P	MDY
2000	74.8	50.7	22.7	28.0	67.0	53.3	14.4	16.3
2001	71.3	59.0	35.8	37.2	70.7	56.8	19.6	19.9
2002	74.0	50.4	39.8	43.3	72.5	48.7	23.5	26.9
2003	76.5	59.5	32.8	36.7	74.5	53.2	20.7	22.3
2004	75.4	54.9	31.3	33.4	74.6	55.4	18.5	20.4
2005	76.0	51.1	25.3	36.0	71.2	53.4	16.6	26.7
2006	78.5	53.6	21.8	38.9	73.5	52.8	15.8	27.7
2007	81.0	58.2	25.2	40.9	74.6	53.3	21.4	33.4
2008	86.2	61.7	29.6	55.0	83.0	55.6	25.2	42.4
2009	86.2	48.2	29.3	40.6	82.6	46.0	26.8	36.2
2010	85.9	52.4	26.4	44.1	82.8	48.8	25.3	37.4
2011	83.6	49.1	29.8	45.8	79.3	47.3	27.4	37.5

Source : Japan Securities Dealer Association, R&I

## MEXIQUE

- 1) Dispose-t-on de données sur la taille et l'évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l'Etat, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s'y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?**

La normalisation des conditions de financement sur les marchés nationaux et internationaux, intervenue en 2010, avait permis au Gouvernement Fédéral (GF) de reprendre son rythme d'avant crise de placement de la dette obligataire (dont les principales catégories de titres sont : Bondes, Bonos M, Udibones, Cetes). La politique d'émission de dette obligataire menée par l'Etat depuis quelques années semble avoir été un succès : la fixation d'un calendrier clair d'émissions et l'assurance d'une qualité du papier émis (catégorie *investment grade* avec un rating minimum de BBB- pour S&P et Baa3 pour Moody's) ont permis au Mexique d'inclure sa dette souveraine dans l'indice global de référence WGBI (World Global Bond Index) auquel sont intégrés les titres souverains émis par les pays avancés. Parmi les autres entités du secteur public présentes sur les marchés obligataires, les grandes entreprises publiques telles que Pemex (pétrole), CFE (électricité) mais également Infonavit et Fovissste apparaissent les plus actives (les deux dernières étant essentiellement présentes sur le marché des mortgage-backed securities - MBS). Les Etats fédérés et municipalités sont, quant à eux, plus orientés vers l'endettement bancaire en raison de l'obstacle que constitue l'aval obligatoire des assemblées locales pour toute émission de dette, ce qui n'est pas le cas pour un crédit bancaire (à court terme).

Parallèlement, le financement du secteur privé (entreprises, personnes physiques et intermédiaires financiers non bancaires) continue d'être principalement intermédié par les banques commerciales et non par un recours aux marchés obligataires. A fin mars 2011, le financement du secteur privé via les marchés domestique et extérieur de la dette représentait 5% PIB contre 4% en 2000, soit une progression très modeste au regard du poids de l'intermédiation bancaire qui représentait quant à elle 25% du PIB en 2011 contre 16% en 2000. Ramenée au PIB du Mexique, l'augmentation des volumes échangés sur les marchés obligataires demeure assez faible : les émissions obligataires du secteur privé n'ont progressé que de 0,1% PIB en 2010. Cette situation semble trouver ses origines d'une part dans l'appétence encore modérée des investisseurs privés pour ce type de produits et d'autre part par la chute brutale du volume des placements d'obligations de court terme en 2010. Il faut cependant préciser que la crise financière internationale a particulièrement affecté les « sofomes » hypothécaires, intermédiaires financiers locaux dont une des fonctions principales est d'émettre de la dette obligataire garantie par des actifs ou crédits hypothécaires (MBS).

- 2) Connaît-on le nombre d'entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ? Quelle évolution ?**

Nous ne disposons pas du nombre d'entités et de transactions notées pour chaque agence de notation. Une des principales agences de notation étrangères implantées au Mexique note actuellement 450 entités mexicaines (Etat fédéral, Etats locaux, municipalités, organismes décentralisés, institutions financières, compagnies d'assurance, entreprises, fonds d'investissement, financements de projets et financements structurés dont l'encours pour ces dernières transactions s'élève à 14,5 Mds USD).

**3) Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?**

Selon les informations disponibles (agences, sources institutionnelles), il n'existe pas, à notre connaissance, de notations non sollicitées.

**4) Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d'emplois par structure, le chiffre d'affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?**

Quatre agences de notation opèrent actuellement au Mexique sous la forme de société anonyme à capital variable (une variante de la SA classique) : trois étrangères (Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings) et une mexicaine (HR Ratings créée en 2008 pendant la crise financière internationale, équipe de 9 personnes à ce jour). Nous ne disposons pas des données financières relatives à ces entités, étant pour certaines d'entre elles des succursales et non des filiales de maisons-mères. La croissance des marchés financiers au Mexique, et en particulier du nombre d'entités émettrices, tend à rendre le secteur des agences de notation de plus en plus concurrentiel. Début 2012, une 5<sup>ième</sup> agence de notation étant en cours d'accréditation auprès de la *Comision Nacional Bancaria y de Valores* (CNBV, régulateur national, cf. infra) et devrait pouvoir opérer cette année.

**5) Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?**

La *Ley del Mercado de Valores* du 30/12/05 présente l'ensemble des dispositions relatives à l'établissement et au fonctionnement des agences de notation ainsi que les obligations réglementaires qui s'imposent à cette profession : i) promotion, commercialisation et publicité des services offerts, ii) transparence de l'information délivrée au public, iii) autorisation d'exercice et obligations professionnelles afférentes (notamment concernant la méthodologie et le processus de notation), iv) code de conduite, v) prévention des conflits d'intérêt (interdiction de détenir une participation en tant qu'actionnaire (> 1 % du capital social) dans toutes sociétés contrôlées par des groupes financiers, établissements de crédit, sociétés financières à objet limité, maisons de change, sociétés de bourse, brokers, compagnies d'assurance, sociétés de gestion de fonds de pension, sociétés d'investissement), vi) publication des notations, vii) mécanismes de contrôle interne et enfin, viii) sanctions prévues en cas de non-respect de la présente loi.

Les derniers amendements apportés à cette loi datent de mai 2005. Conformément à l'impulsion donnée au niveau international – dans le cadre du G20 et de l'IOSCO – les autorités mexicaines ont décidé de modifier les règles encadrant les processus d'évaluation et d'émission d'avis sur la qualité créditrice d'opérations, valeurs et d'entités émettrices. La CNBV a, depuis décembre 2011, pris l'initiative d'actualiser l'intégralité des normes applicables aux agences de notation. Ces dernières entreront en vigueur en juin 2012 et couvrent les aspects réglementaires suivants : présentation au régulateur du code de conduite et étude de viabilité financière, description des mesures destinées à assurer la continuité de l'activité, obligations de *reporting* (indicateurs d'impayés par catégorie de notation, envoi au régulateur d'un rapport annuel présentant les comptes certifiés de chaque agence ainsi que toutes les informations relatives à ses activités, son fonctionnement interne, notations attribuées,...), prévention des conflits d'intérêt intensifiée (rotation obligatoire des analystes, approbation en Conseil d'administration des nouvelles méthodologies et modèles de notation utilisés, « muraille de Chine » entre activités opérationnelles et équipes administratives/commerciales), obligation de meilleure transparence (publication obligatoire sur leur site Web de statistiques permettant d'apprécier la qualité des notations attribuées, l'organisation interne, dispositifs d'échange d'informations entre agence et sa clientèle).

La CNBV a défini la notion de « dépendance économique » et renforcé à cet égard l'interdiction faite à toute agence de notation de noter toute entité dans laquelle elle pourrait détenir une participation en

tant qu'actionnaire ou détenteur d'un pouvoir de contrôle sur les assemblées générales d'actionnaires ou encore en étant en position de nommer la majorité des membres du Conseil d'administration de l'entité considérée.

Enfin, l'imposition faite à chaque émetteur et acteur du marché boursier de publier l'ensemble des notes qui lui a été attribuées par les agences de notation parachèvera ce dispositif, évitant le « *rating shopping* », c'est-à-dire la possibilité pour un émetteur ou autre client de solliciter une agence concurrente lorsque l'avis rendu par la 1<sup>er</sup> agence ne lui convient pas.

**6) Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?**

Les notations produites aux échelles nationale et internationale par les 4 agences de notation susmentionnées sont utilisées dans le calcul de la pondération des risques de crédit à court et long terme selon la méthode standard. Les règles imposées aux établissements de crédit en matière de provisionnement pour risque de crédit d'une part et d'exigences en capital d'autre part sont établies en fonction de la notation attribuée par les agences.

Des évolutions réglementaires sont toutefois intervenues, sur décision de la CNBV, en octobre 2011 – et entrées en vigueur à partir de décembre 2011 – et ont modifié les règles de provisionnement des risques de crédit portant sur des contreparties « collectivités territoriales » (Etats fédérés et municipalités). Le calcul des provisions s'effectuera désormais, non plus en fonction des notations des agences, mais sur la base d'une méthodologie d'estimation des pertes potentielles elles-mêmes calculées à partir de l'historique des remboursements effectués par chaque emprunteur ainsi que d'indicateurs de solvabilité (ratio de dettes/ressources budgétaires éligibles, service de la dette/revenus, structure de la dette, équilibre du budget).

**7) Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?**

La *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* (CNBV) est l'autorité de supervision nationale à compétence élargie qui couvre, outre ses fonctions de superviseur bancaire, le segment des agences de notation.

Nous ne disposons pas des effectifs concernés par cette activité.

**8) Y a-t-il une obligation d'enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d'enregistrement ?**

Oui, avant de pouvoir exercer leur activité, les agences de notation doivent en obtenir l'autorisation auprès de la CNBV et produire les pièces suivantes : i) projet de statut social, ii) description de l'actionnariat et répartition du capital social, iii) nom(s) de l'administrateur unique ou, selon les cas, des membres du Conseil d'administration, des directeurs et des experts en charge de la rédaction des rapports de notation, iv) description du fonctionnement de l'agence et a minima de son organisation, v) manuels internes devant comprendre la répartition des responsabilités de chaque service, les politiques de recrutement des directeurs et experts techniques, la description des procédures de notation (échelle, nomenclature, interprétation de chaque notation, processus interne d'attribution d'une note depuis le contrat de service jusqu'à la notation finale en passant par la méthodologie d'analyse qualitative et quantitative, l'obtention des informations auprès de l'entité émettrice), les politiques et moyens de publication des rapports, des notes et analyses émises et des modifications apportées, le détail précis des règles de contrôle interne (en matière de dossiers clientèle, d'accès interne à l'information contenue dans ces dossiers, d'identification des experts participant à

l'élaboration de chaque notation, des règles permettant d'éviter les conflits d'intérêt), vi) l'identification des superviseurs des entités filiales de groupes étrangers et enfin vii) l'ensemble des documents complémentaires que la CNBV jugerait pertinents de demander afin de faciliter ses contrôles.

Nous n'avons pas connaissance de refus d'accréditation d'agence de notation au Mexique.

**9) Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?**

Aucun cas récent de mise en cause de la responsabilité des agences de notation.

**10) Les autorités de supervision des agences ont-elles une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?**

La supervision s'exerce principalement par le truchement de contrôles sur pièces. Des contrôles sur place sont également possibles, la CNBV ayant compétence dans ce domaine pour les réaliser. La CNBV dispose par ailleurs d'un droit d'objection à l'égard des notations attribuées par les agences opérant au Mexique. La nouvelle réglementation qui entrera prochainement en vigueur – présentée ci-dessus – renforce le cadre d'exercice du contrôle sur les agences de notation en conférant au régulateur national le pouvoir d'enjoindre les agences de modifier leurs processus d'évaluation et de notation de leurs clients dans le(s) cas où celles-ci ne respecteraient pas les dispositions réglementaires nouvellement approuvées. Plus concrètement, la CNBV sera désormais autorisée à remettre en cause toute procédure d'évaluation et d'élaboration d'une notation qui ne respecteraient pas notamment les exigences retenues par la CNBV en matière d'identification des agents responsables de l'élaboration de la notation, de présentation et publication de la méthodologie et des sources d'information utilisées, de publication d'un historique de l'activité de l'agence et des notations attribuées pour chaque entité. L'objectif affiché par le superviseur est clairement dans ce contexte d'améliorer le contrôle et le suivi des mécanismes présidant à l'analyse et à l'évaluation de la contrepartie mais également de faciliter l'accès des investisseurs à un ensemble d'informations exhaustives et de qualité.

**11) Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangère ?**

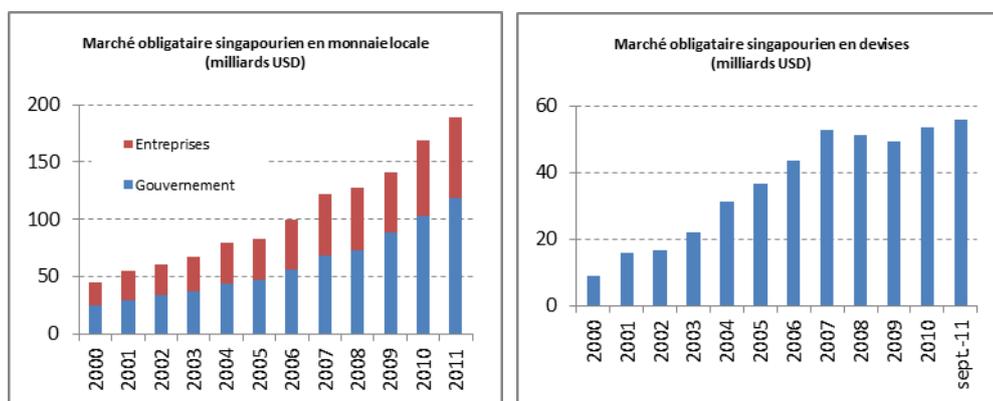
Oui en matière d'enregistrement d'agence (cf. question 8) et plus largement dans le cadre du IOSCO – la CNBV en fait partie – dont certains travaux visent, depuis 2010, à améliorer, harmoniser et faire appliquer ses principes aux agences de notation en respectant les particularités attachées à leur activité.

## SINGAPOUR

*Suite à la crise financière de 2008/2009, un large consensus a émergé parmi les pays du G20 sur la nécessité de contrôler plus avant les agences de notation. La Monetary Authority of Singapore (MAS) a dès lors entrepris d'adapter sa législation à ces nouvelles exigences, à partir d'une consultation initiée en mars 2011 et aboutissant en janvier 2012 à l'amendement de la législation sur les entreprises de services financiers. Les agences devront se conformer à la nouvelle réglementation, inspirée en partie de celle de l'Union européenne, à partir de juillet 2012.*

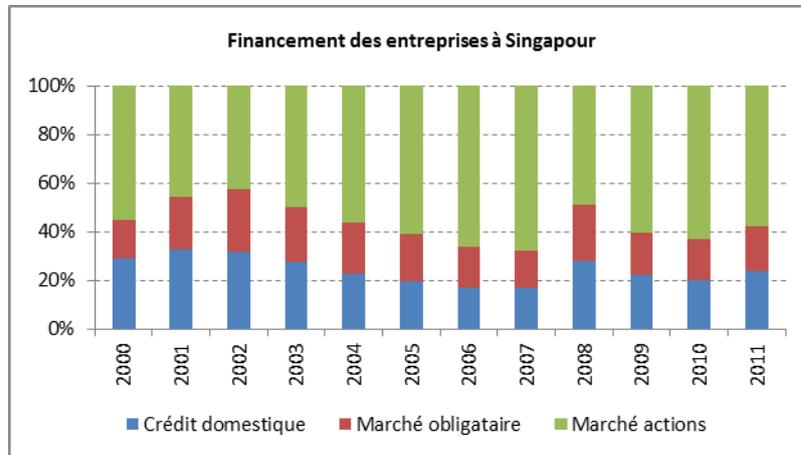
**1/ Dispose-t-on de données sur la taille et l'évolution du marché obligataire du pays concerné. Quelle est la part de l'Etat, des entreprises non financières et des sociétés financières sur ce marché ? Les collectivités territoriales s'y financent-elles ? Quelle est la répartition du mode de financement des entreprises et son évolution (autofinancement, endettement bancaire, obligataire, actions) ?**

La taille du marché obligataire a été multipliée par quatre au cours des dix dernières années (de 45 Mds USD à 189 Mds USD pour le financement en monnaie locale et de 9 Mds USD à 56 Mds USD pour le financement en devises). Sur la période, le marché des obligations souveraines a conservé sa prédominance, représentant, toujours fin 2011, deux tiers du total.



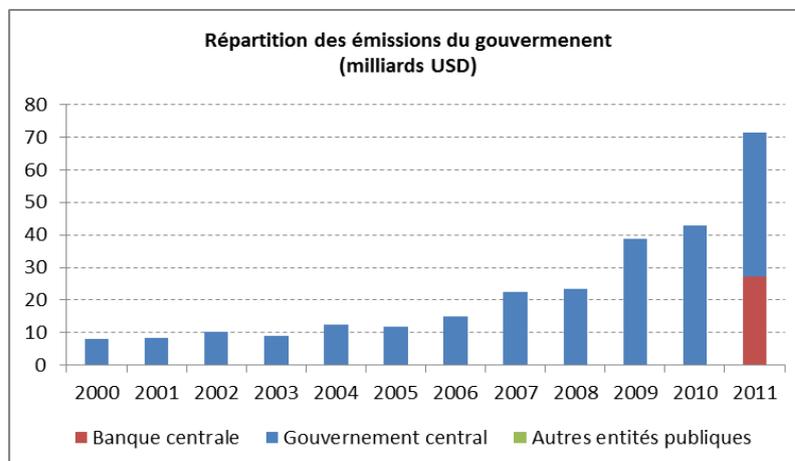
Source : Asian Bonds Online

La décomposition des sources de financement des entreprises à Singapour fait nettement apparaître la primauté du recours aux marchés actions (56 % en moyenne depuis 2000). Le financement bancaire et l'émission d'obligations sont à peu près équivalentes (autour de 20 %).



Source : Asian Bonds Online

Avant 2011, la totalité des obligations émises par le secteur public l'était par le gouvernement central lui-même. Pour la première fois, la Banque centrale a toutefois émis sur le marché obligataire l'an dernier, pour un montant de 24 Mds USD.



Source : Asian Bonds Online

**2/ Connait-on le nombre d'entités notées (et leur répartition) et les montants concernés ?  
 Quelle évolution ?**

Les trois agences présentes à Singapour (cf. question 4) octroient chaque année environ 400 notations pour l'ensemble de l'Asie du Sud-est. S'il est difficile de bénéficier d'une meilleure connaissance en termes de localisation des entités concernées, la majorité se situe vraisemblablement à Singapour.

**3/ Existe-t-il des notes non sollicitées ? Si oui, lesquelles ?**

La notation souveraine de Singapour est non sollicitée.

**4/ Des agences de notation sont-elles implantées dans le pays concerné ? Si oui, sous quelle forme juridique ? Pouvez-vous donner le nombre d'emplois par structure, le chiffre d'affaires, les résultats, la répartition et le montant du capital, ainsi que la part de marché. Quelle évolution ? Y a-t-il eu une émergence récente de nouveaux concurrents ?**

Moody's, S&P et Fitch disposent toutes trois de bureau à Singapour, sous la forme d'une filiale. La dernière n'est présente à Singapour que depuis peu de temps, et ne dispose par conséquent que d'une équipe restreinte. A noter que ces trois agences disposent par ailleurs de bureau à Hong Kong, qui représente indéniablement une place plus importante en matière de notation dans la région. Dagong ne dispose pas de bureaux à Singapour, ni aucune autre agence de notation de moindre envergure. L'approbation formelle de ces trois agences n'a toujours pas été donnée (mais elle ne pose selon nos interlocuteurs de la MAS aucune difficulté, cf. infra).

**5/ Existe-t-il une réglementation spécifique applicable aux agences de notation ? Depuis quand ? Quelles en sont les caractéristiques ? A-t-elle évolué récemment ? Sous quelle influence ?**

En mars 2011, la *Monetary Authority of Singapore* (MAS) a soumis à consultation publique son projet de régulation des agences de notation. Cette approche témoigne une nouvelle fois de la volonté des autorités d'adopter une démarche coopérative et participative avec les acteurs concernés.

L'initiative, présentée comme s'inscrivant directement dans le droit fil des normes et bonnes pratiques adoptées au niveau international (G20, IOSCO<sup>20</sup>), a conduit, en janvier 2012, à l'amendement de la loi en vigueur (*Securities and Futures Act*) sur plusieurs points :

- le cadre légal de la réglementation des activités des agences de notation ainsi que la définition de plusieurs termes (fourniture de services de notation, notation, localisation juridique des agences de notation) ;
- les exigences relatives aux nominations des dirigeants (enregistrement, niveau de diplôme) ;
- l'exigence d'un capital minimum de 250 000 SGD pour toute société prestataire de service de notation ;
- l'exclusion des agences de notation du dispositif obligatoire d'adhésion à un mécanisme de règlement des conflits (car pas de clientèle directe de particuliers) ;
- le code de bonne conduite, directement inspiré de celui proposé par l'IOSCO ;
- la période de transition (6 mois avant que l'obtention d'une licence auprès de la MAS soit obligatoire).

Cette réglementation s'applique aux agences de notation uniquement, et ne concernera pas les entreprises (banques, assureurs crédit etc.) qui disposent d'un service de notation en interne servant à apprécier la qualité de la contrepartie.

**6/ Les notations produites par les agences sont-elles utilisées à des fins réglementaires notamment en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques et des services financiers ?**

Les notations des agences sont effectivement utilisées dans la pondération des ratios prudentiels des institutions financières, notamment des banques. Toutefois, il est obligatoire pour tout établissement

---

<sup>20</sup> IOSCO : International Organization for Securities Commission

de procéder à sa propre évaluation du risque en interne, et de modifier la pondération de son actif en cas de divergences marquées avec les notations des agences.

**7/ Existe-t-il une autorité de supervision des agences de notation ? Quels sont les effectifs concernés par cette activité ?**

La fonction de supervision des agences de notation est assurée par la *Monetary Authority of Singapore*. Cette dernière dispose en effet de fonctions étendues. Outre celles de banquier central « classique » (conduite de la politique monétaire, émission de la monnaie, gestion des réserves de change, surveillance des systèmes de paiement et banquier de l'Etat), la MAS assure la supervision bancaire et financière ainsi que celle du marché des assurances, veille à la stabilité financière de la place et assure le développement et la promotion de Singapour comme centre financier international. A ce titre, elle est en charge de la régulation et de la supervision des agences de notations présentes à Singapour.

Deux départements ont pour mission, entre autres, de réguler et de superviser l'activité des agences : le *Capital Market Department* et l'*Investment Intermediaries Department*. Le premier est en charge de la mise en place du cadre légal et de l'élaboration de la régulation (en collaboration avec les acteurs concernés), le deuxième a pour mission de faire appliquer concrètement la réglementation. L'*Investment Intermediaries Department* compte une cinquantaine de personnes, mais toutes ne travaillent pas sur les agences de notation.

**8/ Y a-t-il une obligation d'enregistrement des agences de notation ? Si oui, quelles sont les pièces demandées ? Y a-t-il eu des refus d'enregistrement ?**

Oui, mais seules les agences implantées à Singapour sont tenues de s'enregistrer et d'obtenir une licence sous le *Capital Markets Services licensing regime* (CMS). L'obtention ou non d'une licence repose entre autres sur les points suivants :

- l'historique de l'entreprise, son expertise, et sa solidité financière<sup>21</sup> ;
- sa capacité à satisfaire les exigences financières minimales définies dans la *Securities and Futures Act* (cf. question 5) ;
- la fiabilité de son système de contrôle interne ;
- la pertinence de son *Business plan*.

Par ailleurs, toute agence qui dispose d'une personne (morale ou physique) sur le territoire singapourien (même de façon temporaire) et participant au processus de notation<sup>22</sup> doit se soumettre au *Representative Notification Framework* (RNF), et ainsi satisfaire les critères suivants :

- avoir plus de 21 ans ;
- disposer d'une formation adéquate et de compétences spécifiques (estimés à partir de la formation initiale et de l'expérience professionnelle) ;
- se conformer aux exigences éthiques définies par la MAS.

Cette dernière obligation d'enregistrement de toute analyste opérant à Singapour, même temporairement, constitue une des particularités de la cité-Etat.

A l'heure actuelle aucune licence n'a été accordée. Selon nos contacts de la MAS les trois agences déjà présentes dans la cité Etat ne devraient pas avoir de difficulté à obtenir leur accréditation, compte tenu de leur envergure mondiale et de leur « expertise ».

<sup>21</sup> Le cas échéant, la solidité financière de la maison mère ou des principaux actionnaires.

<sup>22</sup> La MAS entend par « participation au processus de notation » l'analyse de l'information, la formulation d'une opinion, l'évaluation ou l'approbation d'une notation de crédit.

**9/ Y a-t-il eu des cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation ? Selon quel régime juridique ? Où en sont les procédures ?**

/

**10/ Les autorités de supervision des agences ont-elles une politique active de contrôle des agences ? De quels moyens juridiques disposent-elles et comment les activent-elles ?**

Singapour ne pratique pas de politique active de contrôle. D'une part la cité-Etat n'a pas de problème particulier avec les agences de notation, figurant parmi la douzaine de pays bénéficiant encore de la notation maximale et n'ayant pas subi de difficultés trop marquées durant la crise de 2008/2009. D'autre part, Singapour s'efforce d'accroître de façon continue l'attractivité de sa place financière en conservant une législation relativement souple mais tenant compte des derniers développements mis en place ailleurs.

**11/ Y a-t-il des procédures de coordination avec des autorités de contrôle étrangères ?**

Début 2012, la MAS et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) ont signé un *Memorandum of Understanding*, ouvrant la voie à une plus grande collaboration en matière de supervision et de régulation de l'activité des agences de notation. Un partage accru de l'information et une coopération plus poussée permettront d'améliorer l'efficacité le contrôle des agences opérant dans l'Union européenne et à Singapour.

Dans la foulée de la signature de cet accord, l'AEMF a salué les efforts des autorités singapouriennes et affirmé que ces derniers correspondent à la conception européenne en matière de régulation et de supervision.

#### **Commentaires:**

1/ La régulation des agences de notation à Singapour n'en est qu'à ses débuts (janvier 2012), et les agences n'ont pas encore obtenu leur accréditation. Il est donc pour l'heure impossible d'évaluer l'efficacité de cette nouvelle réglementation. Nos contacts à la MAS nous confiaient par ailleurs qu'ils s'étaient inspirés en partie de la réglementation européenne pour mettre en place leur propre régulation.

2/ Cette nouvelle législation s'inscrit parfaitement dans la volonté de la cité-Etat de renforcer de façon constante son attractivité en affichant un cadre réglementaire à la fois souple pour ne pas décourager les investisseurs étrangers mais également suffisamment strict pour s'assurer d'être en conformité avec les engagements internationaux, notamment pris dans le cadre du G20.

3/ Toutefois, derrière la volonté affichée par les autorités de réguler et de superviser l'activité des agences de notation, Singapour reste parmi les « happy few » à toujours bénéficier du AAA. Ce statut n'incite donc pas la cité-Etat à affecter trop lourdement l'activité des agences sur son territoire.

#### **Contacts à la Banque centrale :**

M. Thomas Yee – *Capital Markets Dept*

M. Tan Beng Hwa – *Investment Intermediaries Dept*

Mme Chang Hung Mui – *Investment Intermediaries Dept*

#### **Pour plus de précisions sur la réglementation des agences à Singapour :**

[http://www.mas.gov.sg/news\\_room/press\\_releases/2012/MAS\\_introduces\\_regulatory\\_framework\\_for\\_CRA.html](http://www.mas.gov.sg/news_room/press_releases/2012/MAS_introduces_regulatory_framework_for_CRA.html)

[http://www.mas.gov.sg/resource/publications/consult\\_papers/2011/consultationpaperbody.pdf](http://www.mas.gov.sg/resource/publications/consult_papers/2011/consultationpaperbody.pdf)

**ANNEXE 2**

**ENQUÊTE AUPRÈS DES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS  
SUR LA CONFIANCE PORTÉE AUX AGENCES DE  
NOTATION**





# **Enquête auprès des investisseurs professionnels sur la confiance portée aux agences de notation**

**Mai 2012**

## Note méthodologique

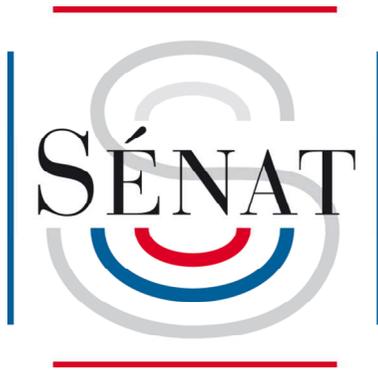
---

- Etude réalisée pour : **La Direction de la Législation et du Contrôle et du Sénat**
- Echantillon : Echantillon de **352** investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences (autres intermédiations monétaires ; activités des sociétés holding ; fonds de placement et entités financières similaires ; autres activités de services financiers, hors assurances et caisses de retraite ; administration de marchés financiers ; courtage de valeurs mobilières et de marchandises ; autres activités auxiliaires de services financiers, hors assurances et caisses de retraite ; évaluation des risques et dommages ; activités des agents et courtiers d'assurance ; autres activités auxiliaires d'assurance et caisses de retraite ; gestion de fonds).
- La représentativité a été assurée par la méthode des quotas (taille, secteur d'activité), après stratification par région.
- Mode de recueil : Les interviews ont été réalisées par téléphone sur le lieu de travail des personnes interrogées.
- Dates de terrain : Du 9 au 22 mai 2012.



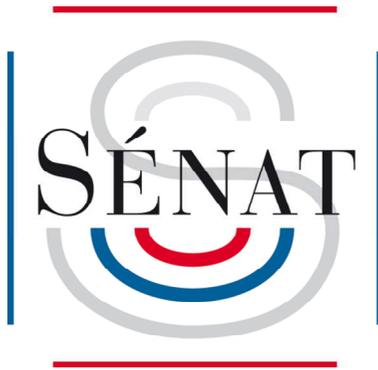
## Quels enseignements tirer du sondage ?

- en apparence, tout va bien entre les investisseurs et les agences : 56 % ont une assez bonne opinion des agences ; 3 % seulement une très bonne opinion. Le score est à la fois élevé si on pense au scandale encore récent des subprimes; il est faible si l'on entrevoit le rôle essentiel que jouent aujourd'hui les agences dans le fonctionnement des marchés ;
- paradoxalement, les agences restent pour 65 % des investisseurs rigoureuses dans leurs analyses – n'auraient-ils rien appris? – mais **seulement 41 % jugent qu'elles sont transparentes sur les méthodes employées ;**
- **la publicité de la méthode des agences est utile, mais 56 % des investisseurs considèrent qu'elle est trop complexe pour être exploitable ;**
- dans le détail, les choses se présentent plus mal : **84 % des investisseurs ont déjà considéré que certaines notations étaient manifestement surévaluées** : cet élément est important, car les débats récents sur leur rôle dans la crise des subprimes ou des dettes souveraines montrent que les agences ont souvent surévalué les notes, pour ensuite les dévaluer brutalement, dans l'urgence.



## Au final, quelle note les investisseurs donnent-ils aux agences?

- sur une échelle de 1 à 5, la note est de 2,9 : c'est donc « **mention passable** » pour **les agences de notation** ;
- les investisseurs ne font aucune différence entre les agences de notation Standard and Poor's, Moody's et Fich : ils leur donnent la même note ;
- 47 % des investisseurs ont modifié la confiance qu'ils portaient aux agences en raison de la polémique sur la dette souveraine ; 46 % en raison de la polémique sur les produits structurés. A contrario, une majorité reste indifférente aux scandales...



## Les investisseurs expriment une volonté forte de changement!

- les investisseurs considèrent que les agences de notation gèrent leurs conflits d'intérêt de manière satisfaisante, mais ils sont 52 % à souhaiter plus de garanties dans ce domaine ;
- Surtout, **80 % considèrent qu'il faut faciliter la mise en cause de la responsabilité des agences ;**
- **74 % souhaitent un changement de modèle économique des agences** : ils sont massivement favorables à un financement de la notation par les investisseurs. Ceci mesure l'ampleur du changement souhaité : il est rare que des utilisateurs souhaitent payer alors que le service qui leur était offert est gratuit...
- **64 % attendent plus de concurrence sur le marché de la notation.**



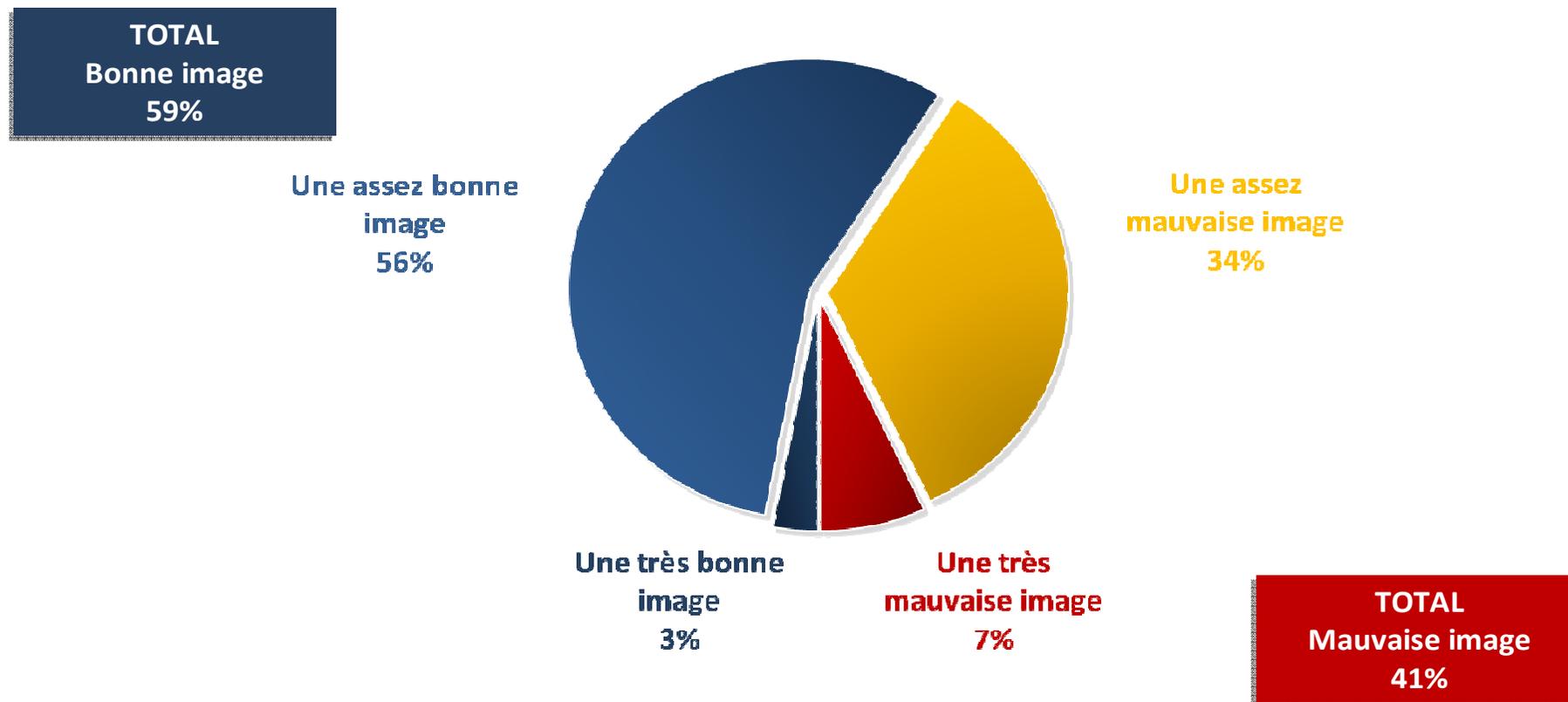
## **Pas de différence dans leurs critères d'appréciation entre un nouvel entrant privé ou public sur le marché de la notation**

- en cas d'arrivée d'un nouvel acteur sur le marché européen, l'importance attribuée aux différents critères testés est très sensiblement la même qu'il s'agisse d'un nouvel entrant privé ou de la création d'une agence de notation publique européenne ;
- dans les deux cas, les investisseurs estiment presque unanimement que la transparence de la méthodologie (respectivement 96% en ce qui concerne la création éventuelle d'une agence publique et 93% s'agissant de l'arrivée d'un nouvel acteur privé) et la qualité des analyses (95% dans les deux cas) constituent des enjeux clé pour évaluer leur crédibilité ;
- une très large majorité juge également importants la capacité à gérer les conflits d'intérêt (respectivement 87% et 89%), la crédibilité de l'équipe de direction (87% dans les deux cas) ainsi que le mode de financement des notes émises (85% dans les deux cas);
- enfin, 76% accordent un niveau d'importance fort à la structure du capital en cas de création d'une agence publique européenne de notation, ce score s'établissant à 81% dans l'hypothèse de l'arrivée d'une nouvelle agence privée.

# **A | L'image et la confiance portée aux agences de notation**

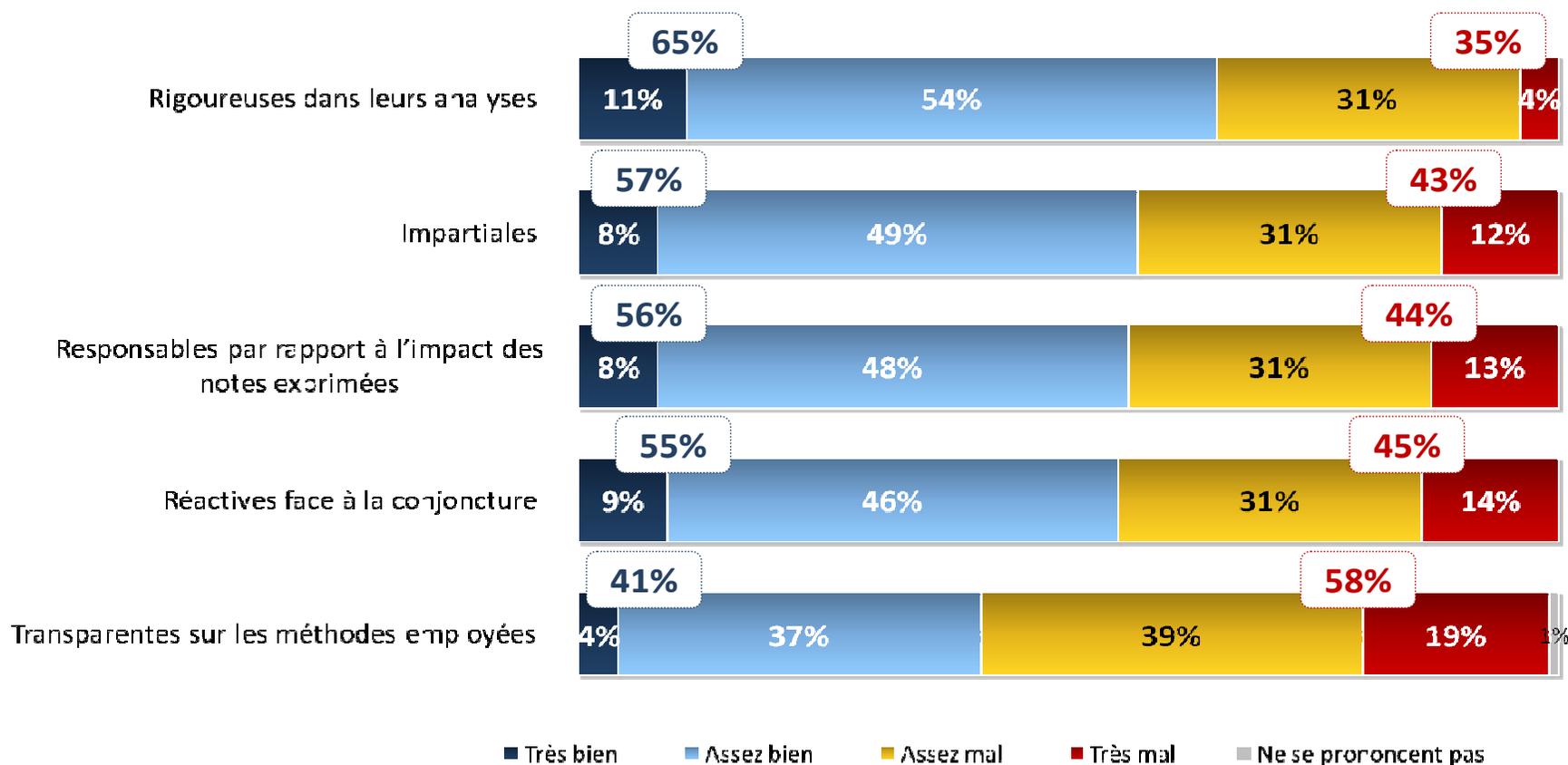
## L'image globale des agences de notation

*Question : Globalement, diriez-vous que vous avez une bonne ou une mauvaise image des agences de notation ?*



## L'image détaillée des agences de notation

*Question : Et pour chacun des qualificatifs suivants, diriez-vous qu'il correspond bien ou mal à l'image que vous avez des agences de notation ?*



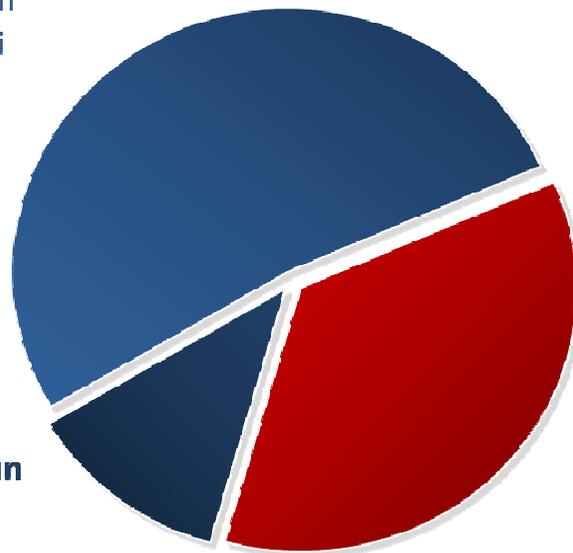
## Le niveau d'impact des notes attribuées par les agences de notation sur les choix d'investissement

*Question : Diriez-vous que les notes attribuées par les agences de notation influencent vos choix d'investissement ?*

**TOTAL Oui**  
**64%**

**Oui, mais il ne s'agit que d'un critère parmi d'autres**  
**52%**

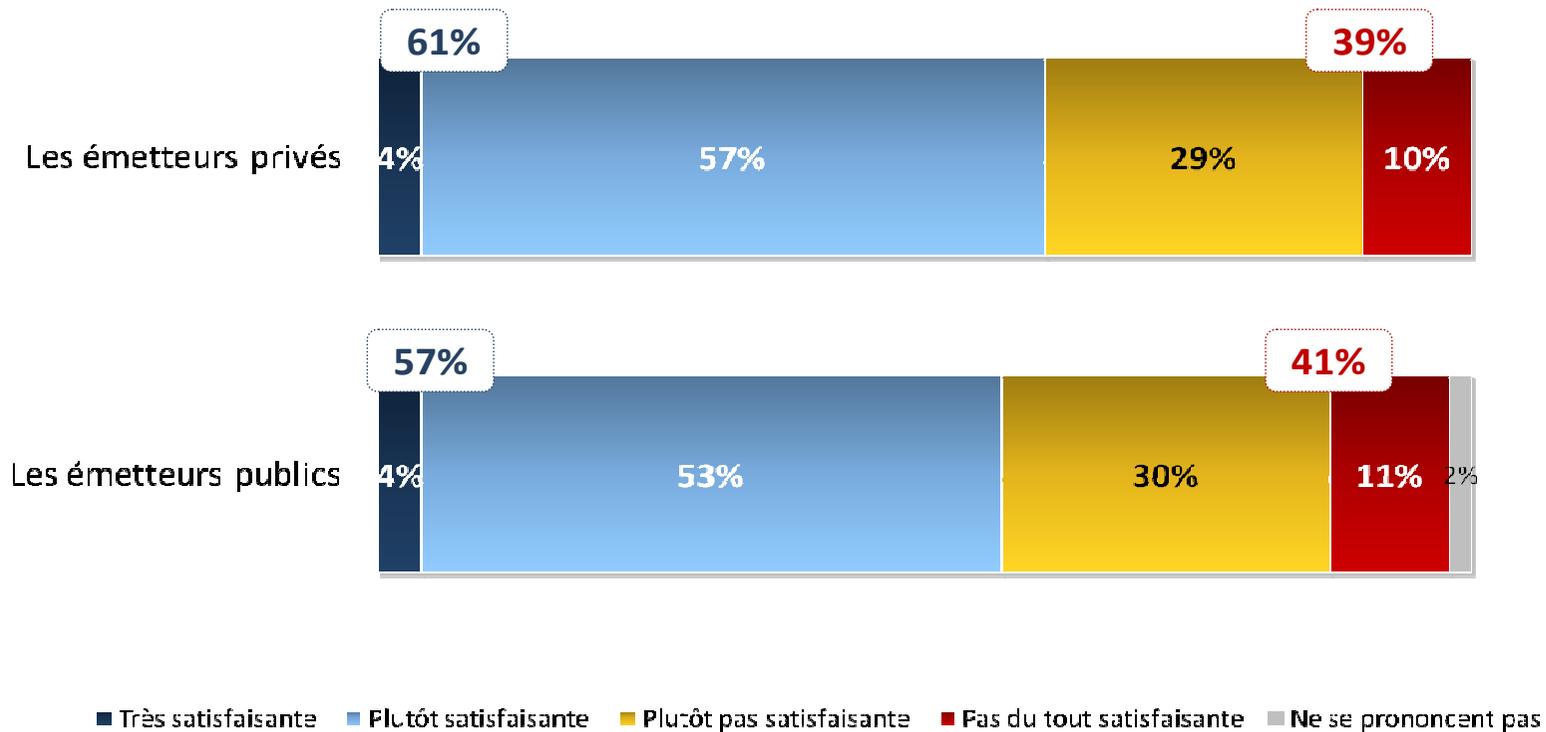
**Oui, il s'agit d'un critère déterminant**  
**12%**



**Non, vos décisions ne sont pas fondées sur les notes attribuées par les agences**  
**36%**

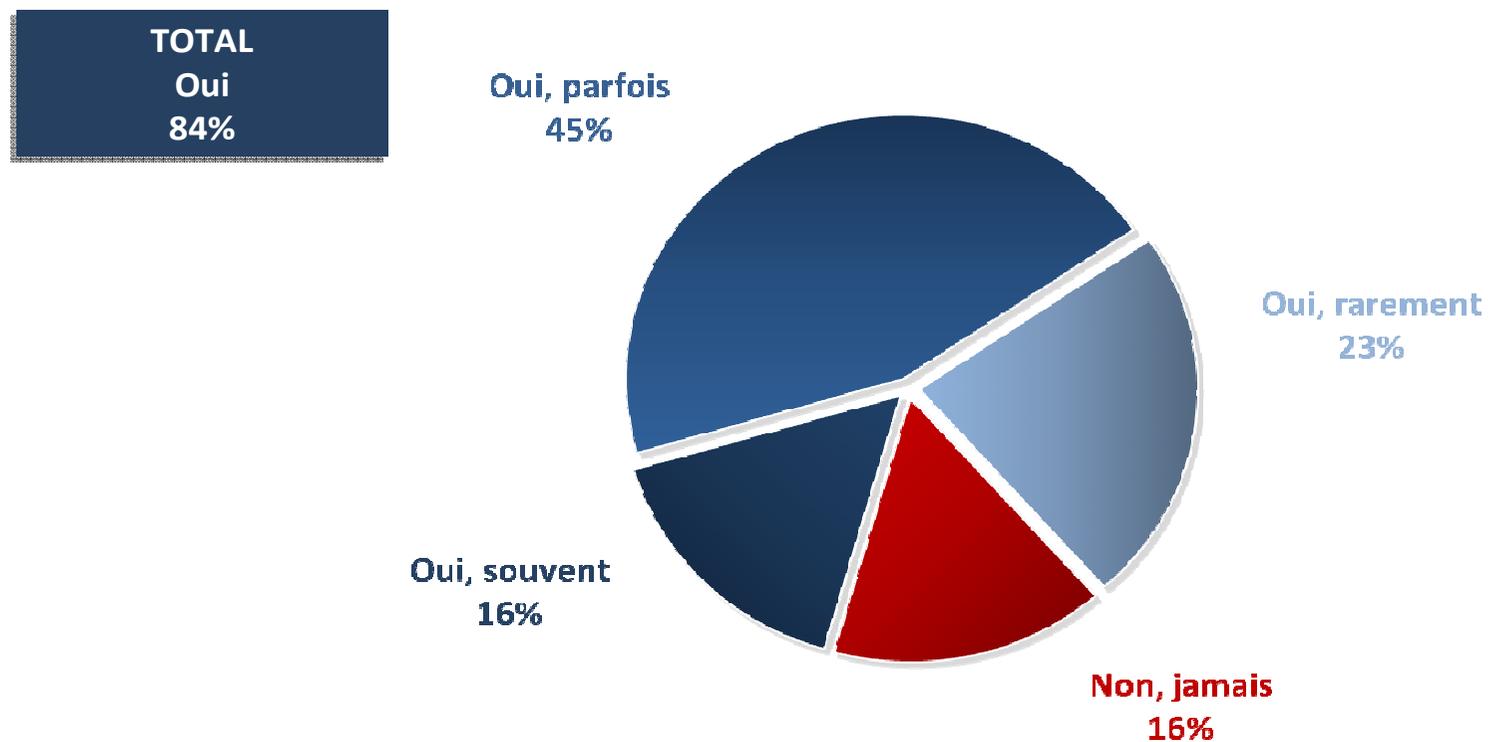
## La pertinence des notes attribuées par les agences de notation sur les choix d'investissement

*Question : Jugez-vous que les notes attribuées par les agences permettent d'appréhender les risques de crédit de manière satisfaisante ou pas satisfaisante en ce qui concerne... ?*



## Le sentiment de surévaluation de certaines des notes attribuées par les agences de notation

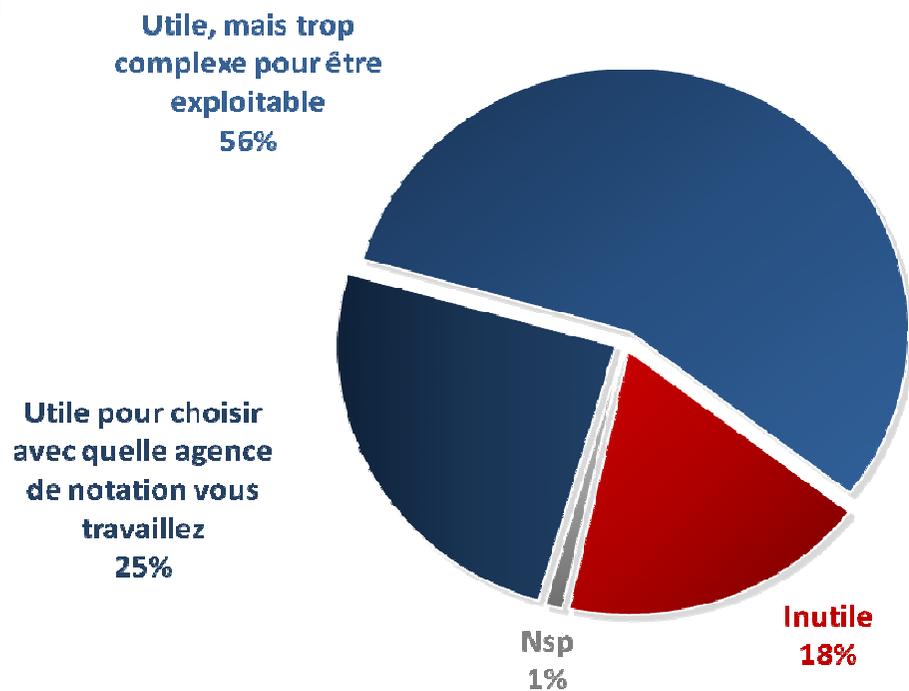
*Question : Avez-vous déjà considéré que certaines notations étaient manifestement surévaluées ?*



## L'utilité de la publication des méthodologies utilisées par les agences de notation

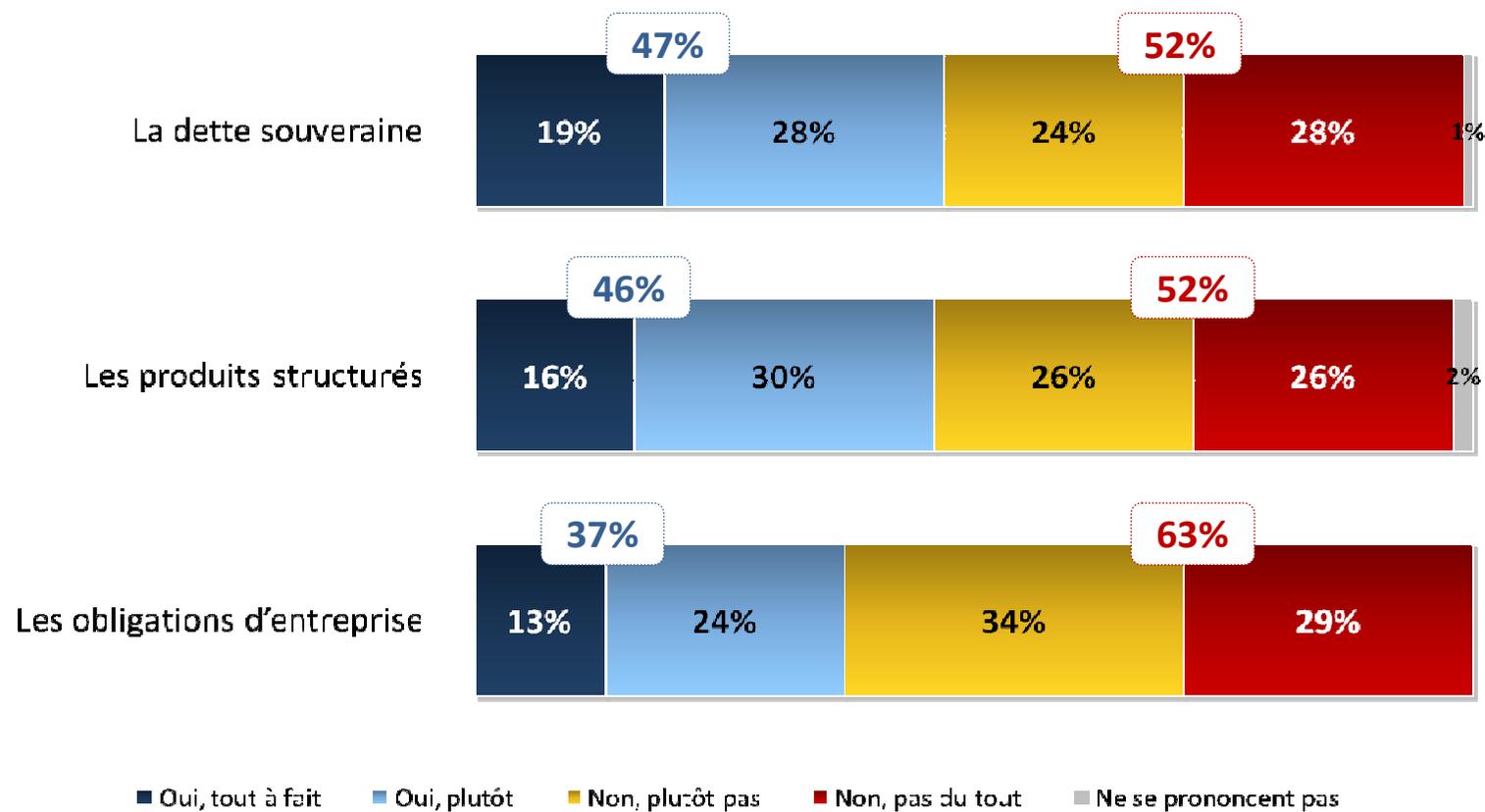
*Question : Considérez-vous que la publication des méthodologies de notation diffusées par les agences est... ?*

**TOTAL Utile**  
**81%**



## L'impact des polémiques sur la confiance des investisseurs à l'égard des notes attribuées dans différents domaines

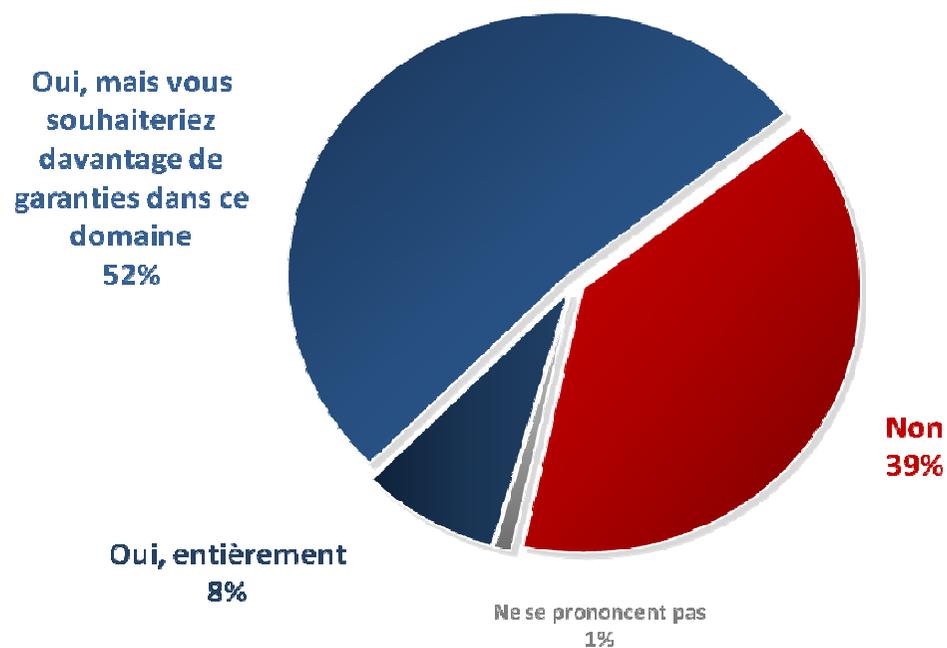
*Question : Les polémiques sur le rôle des agences de notation ont-elles modifié la confiance que vous accordez à celles-ci en ce qui concerne... ?*



## Le jugement de la gestion des conflits d'intérêt par les agences de notation

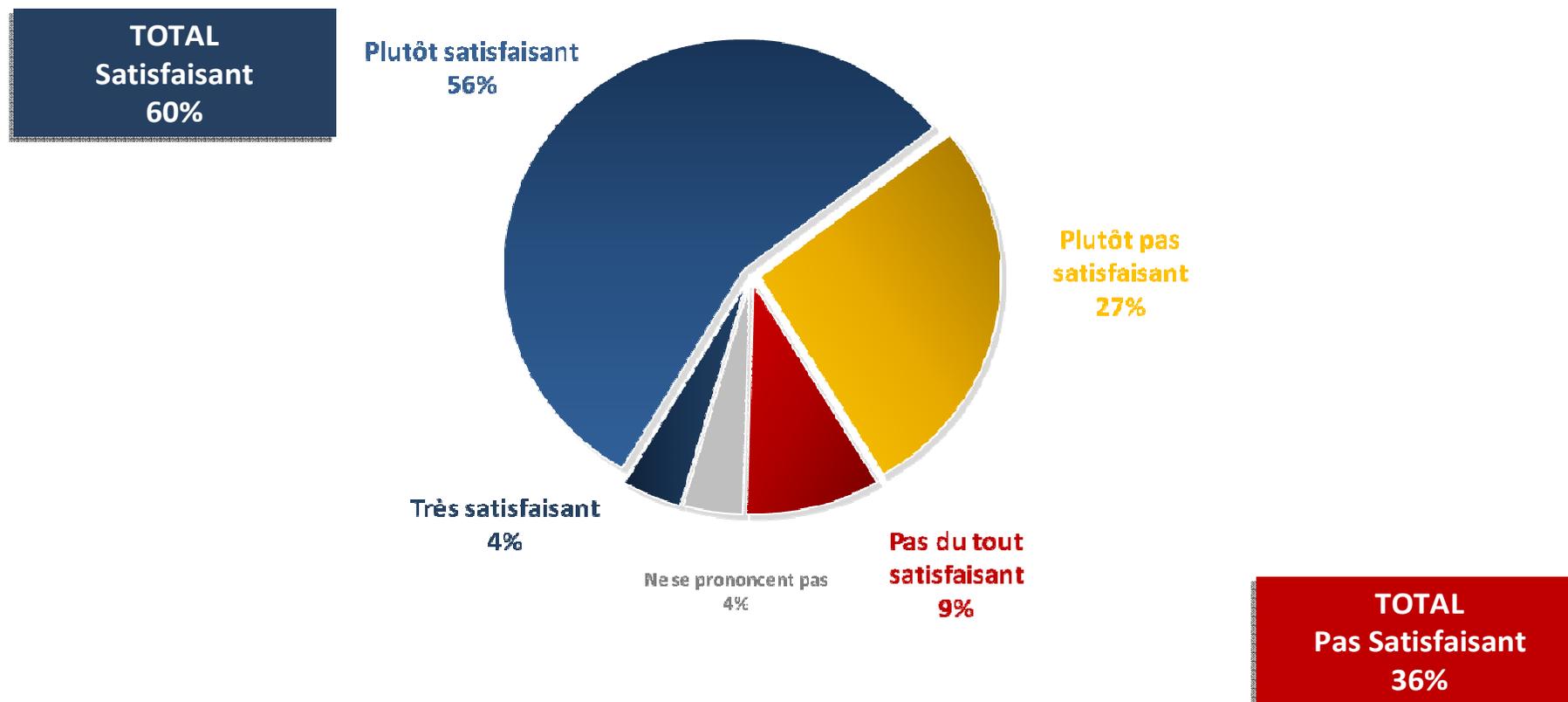
*Question : Considérez-vous que les agences de notation gèrent leurs conflits d'intérêt de manière satisfaisante ?*

**TOTAL Oui**  
**60%**



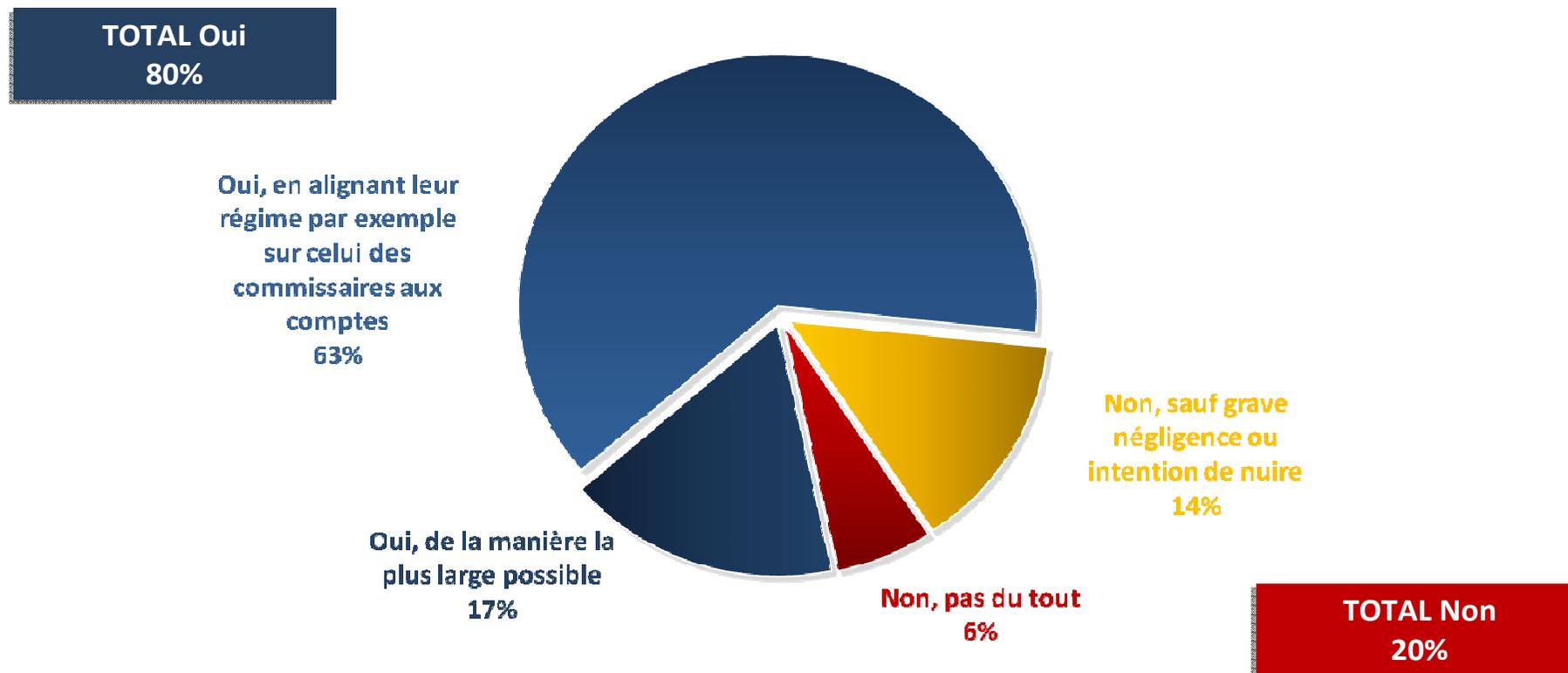
## La satisfaction à l'égard du calendrier de publication des notes

*Question : Le calendrier selon lequel les notes sont rendues publiques vous paraît-il satisfaisant ou pas satisfaisant ?*



## Le souhait de faciliter la mise en cause de la responsabilité des agences de notation

*Question : Considérez-vous qu'il faille faciliter la mise en cause de la responsabilité des agences de notation ?*

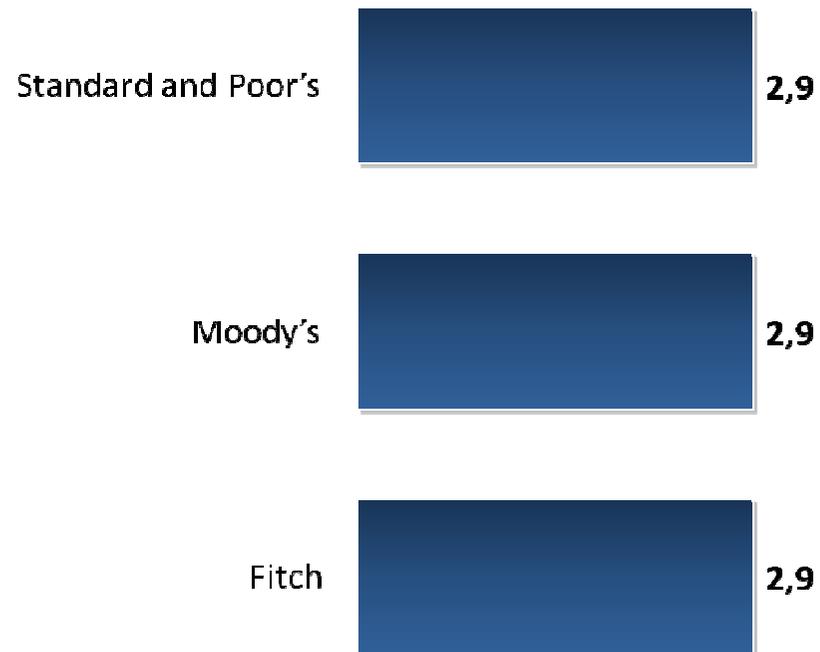


## L'évaluation de la qualité de la notation réalisée par différentes agences

---

*Question : Si vous deviez évaluer la qualité de la notation réalisée par les agences sur une échelle de 1 à 5 (1 étant la plus mauvaise note et 5 la meilleure note, les notes intermédiaires servent à nuancer votre jugement), quelle note attribueriez-vous à... ?*

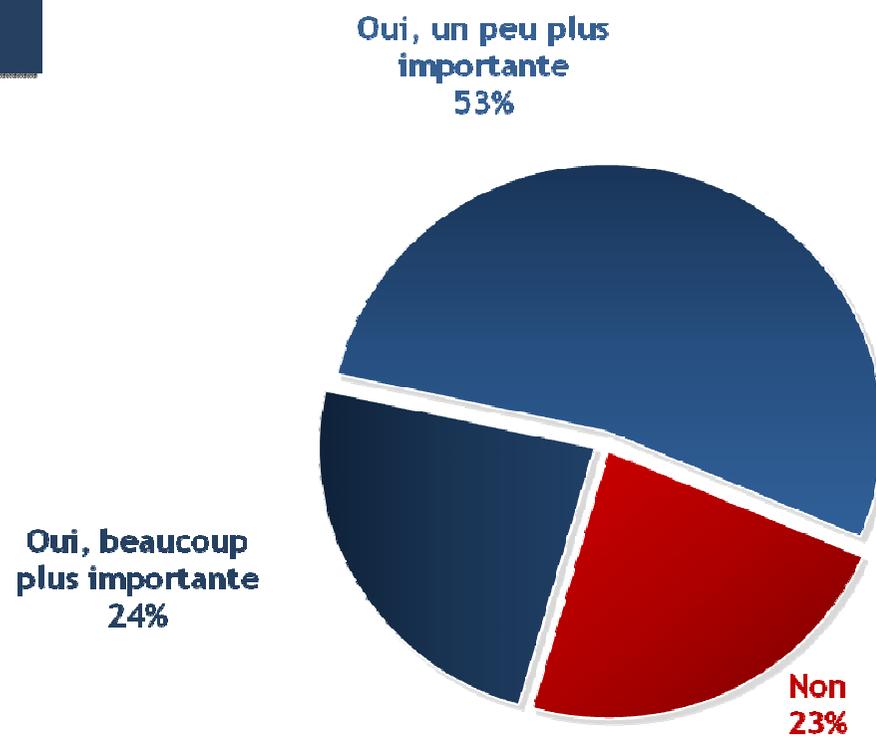
### - Note moyenne-



## L'impact de la notation par plusieurs agences sur la confiance accordée aux titres

*Question : Accordez-vous une confiance plus importante aux titres lorsqu'ils sont notés par plusieurs agences ?*

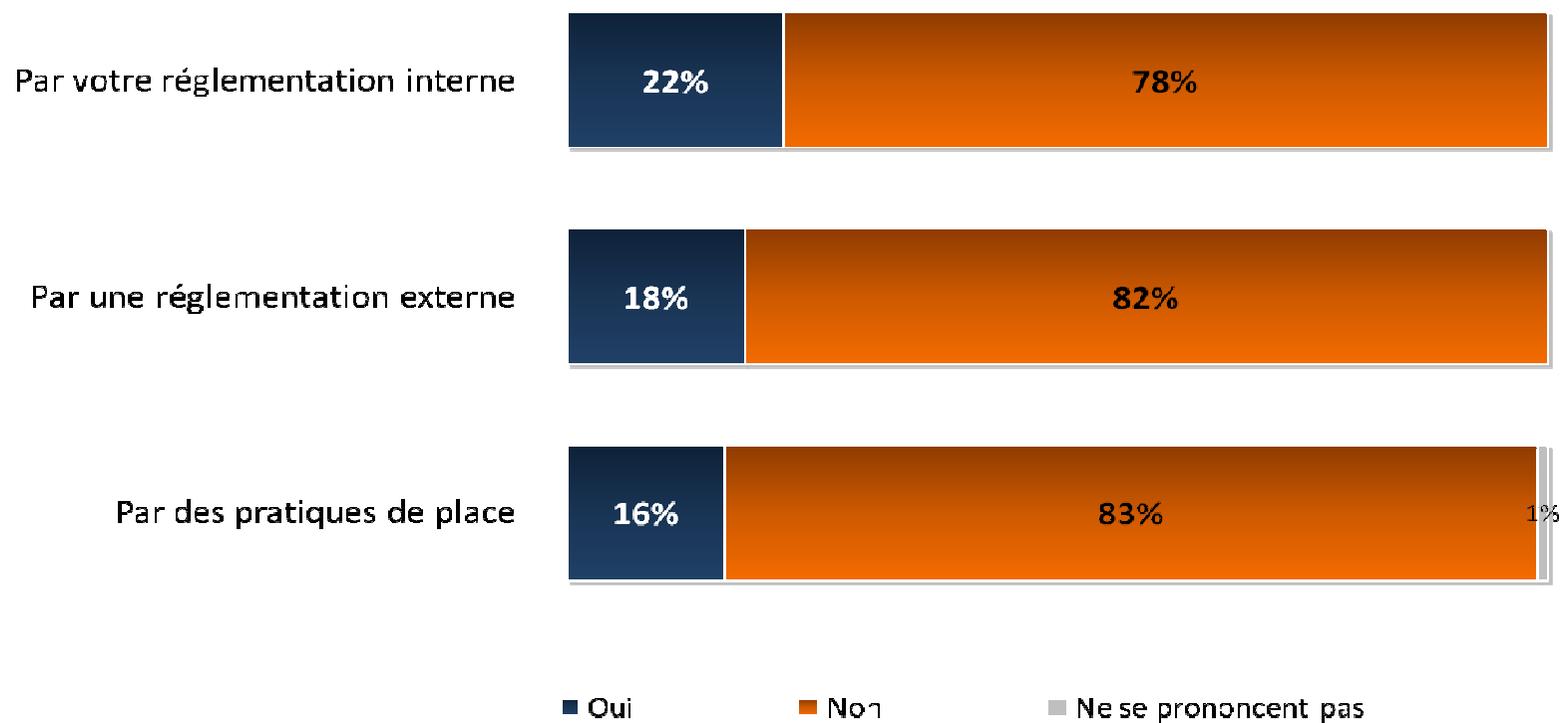
**TOTAL Oui  
77%**



# **B | L'utilisation et les souhaits d'évolution des méthodes des agences de notation**

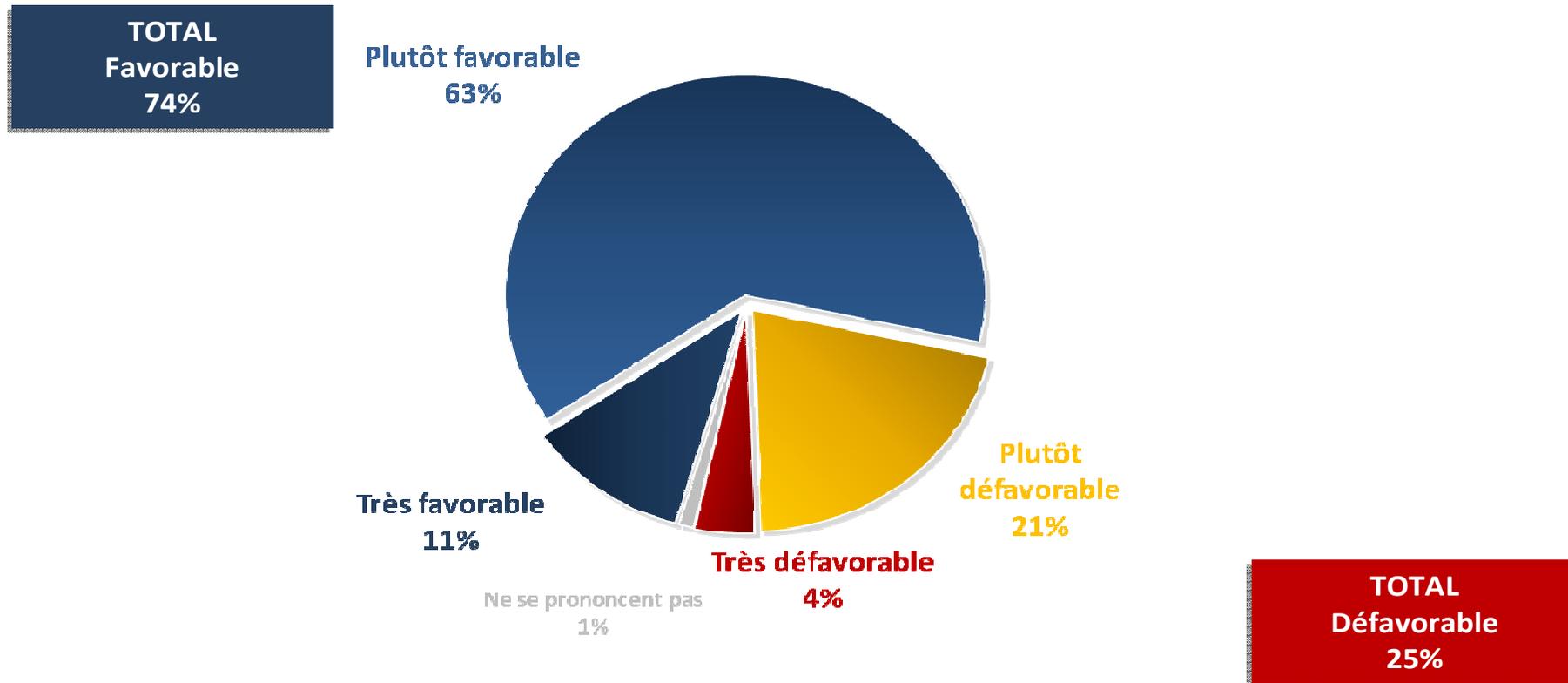
## L'existence d'obligations d'achat de titres ayant reçu une certaine note

*Question : Dans l'exercice de votre activité, êtes-vous obligé d'acheter des titres ayant reçu une certaine note... ?*



## L'approbation du financement de la notation par les investisseurs plutôt que par les émetteurs

Question : Seriez-vous favorable ou défavorable à un financement de la notation par les investisseurs plutôt que par les émetteurs ?



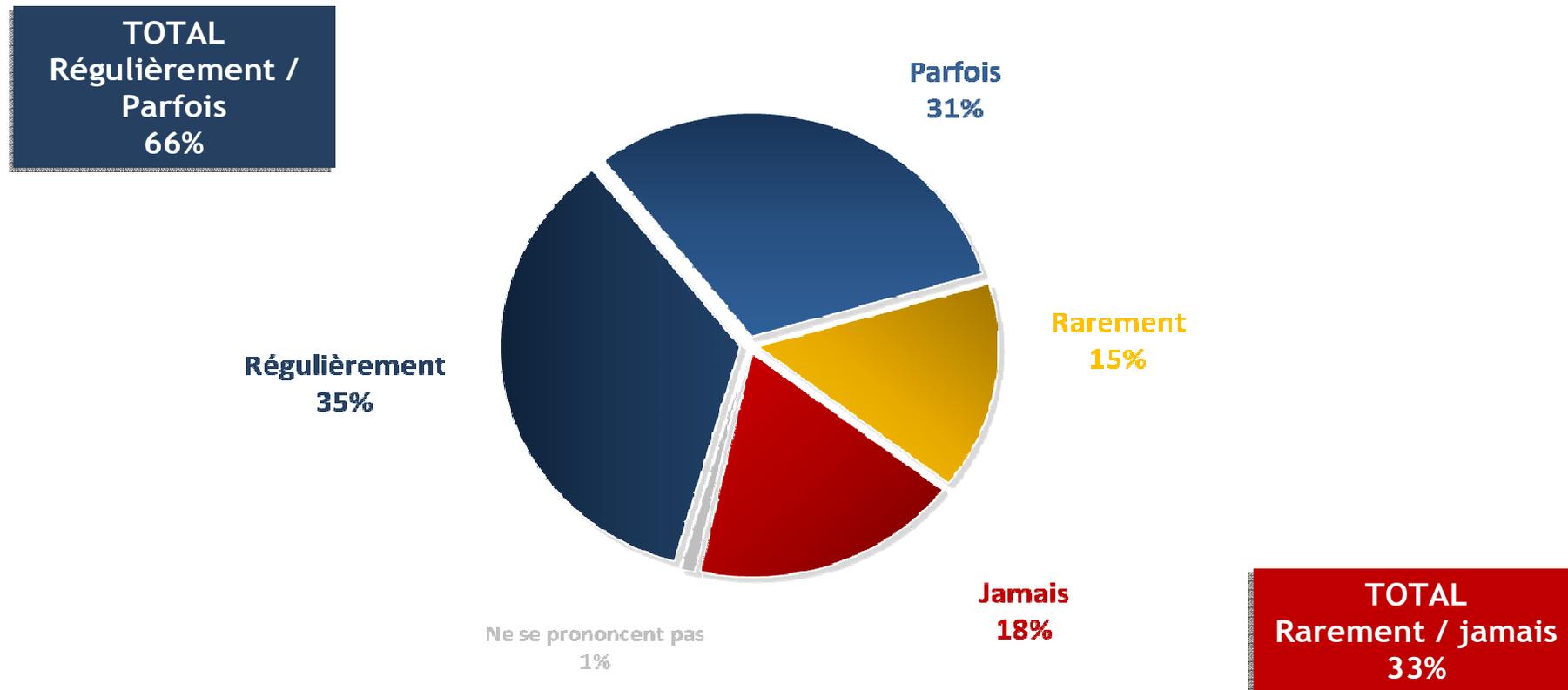
## Le souhait d'un arrêt des références faites par les réglementations internes et externes aux notations des agences

*Question : Selon vous, serait-il souhaitable que les réglementations internes et externes ne fassent plus référence aux notations des agences ?*



## Le recours à des méthodes alternatives pour évaluer les risques

*Question : Avez-vous recours à des méthodes alternatives pour évaluer vos risques ?*



**C**

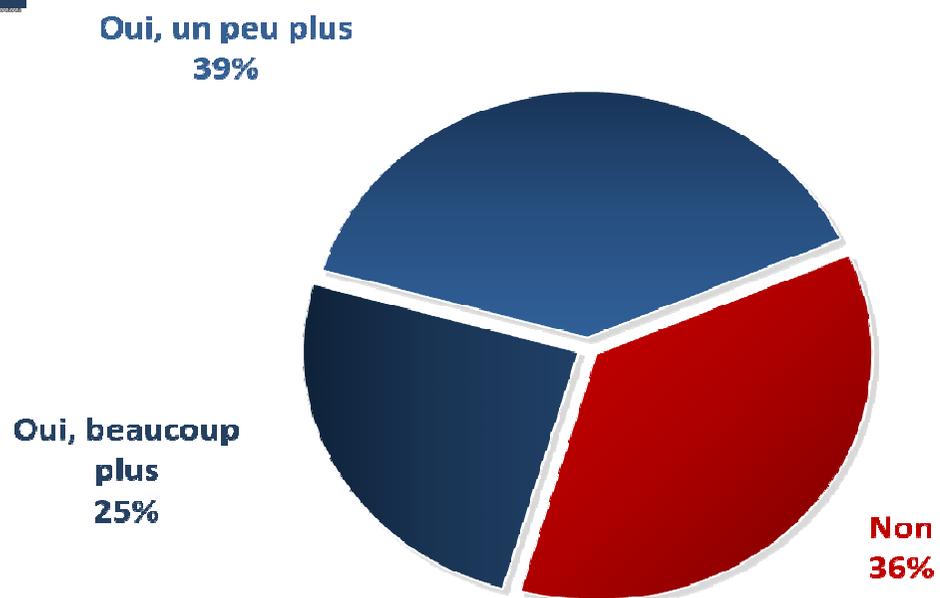
**|**

**Les attentes en termes d'introduction  
d'une plus grande concurrence sur le  
marché de la notation**

## Le souhait d'introduire plus de concurrence sur le marché de la notation

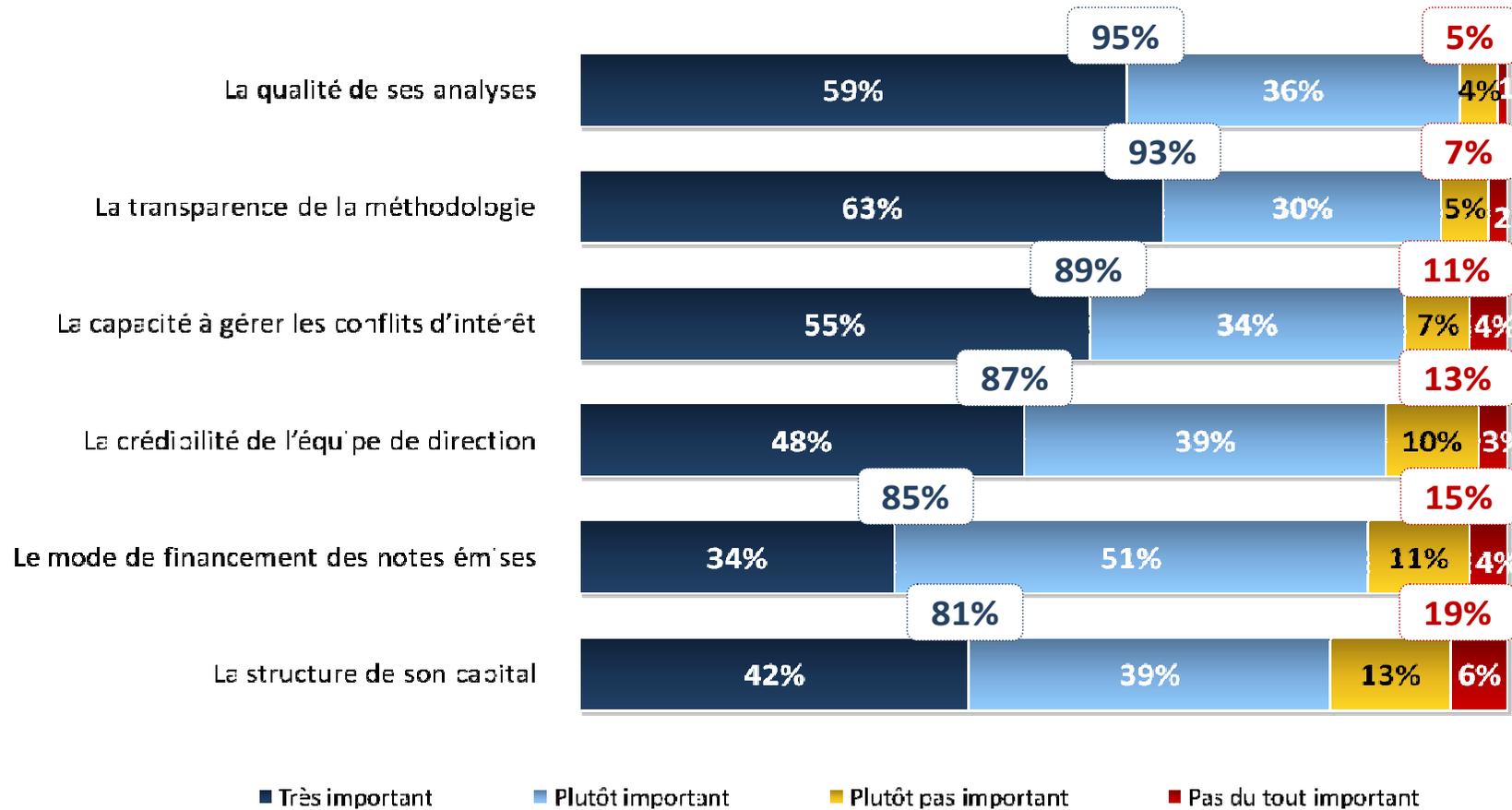
*Question : De manière générale, considérez-vous souhaitable d'introduire plus de concurrence sur le marché de la notation ?*

**TOTAL Oui**  
**64%**



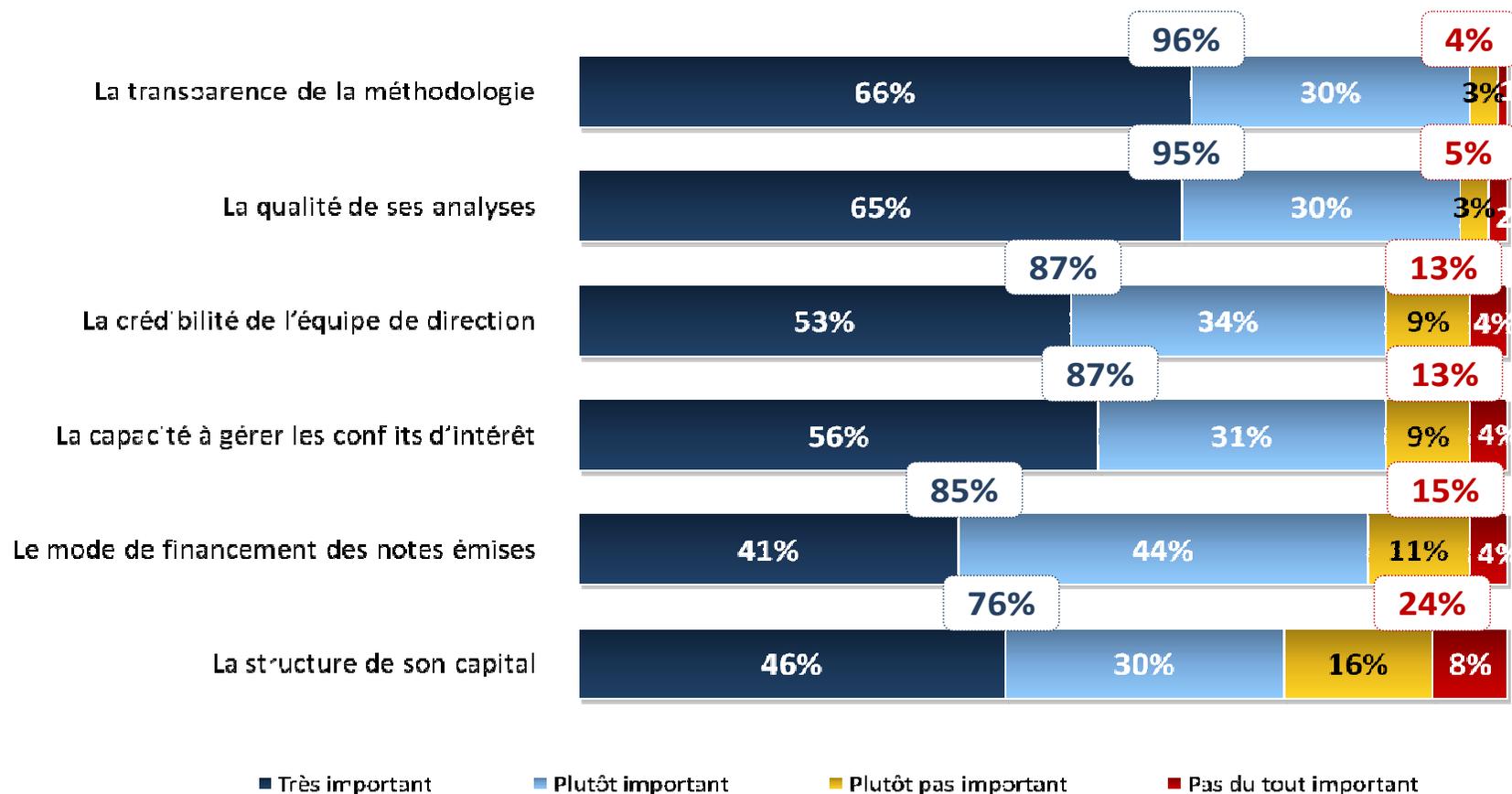
## Le niveau d'importance accordé à différents critères en cas d'arrivée d'un nouvel entrant privé sur le marché de la notation

*Question : Si un nouvel entrant privé arrivait sur le marché de la notation, quel niveau d'importance accorderiez-vous à chacun des critères suivants pour évaluer sa crédibilité ?*



## Le niveau d'importance accordé à différents critères en cas de création d'une agence publique européenne de notation

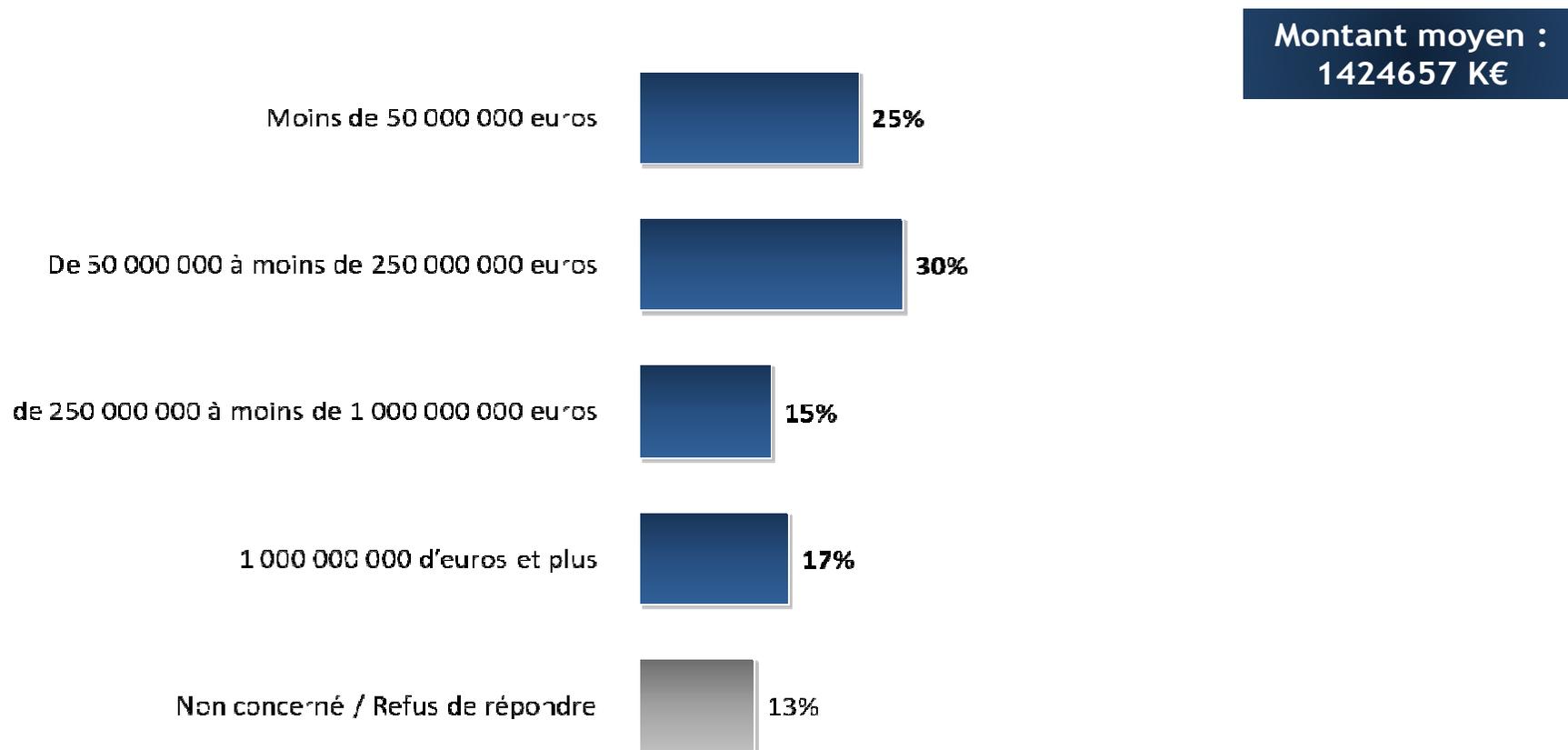
*Question : Et si une agence publique européenne de notation était créée, quel niveau d'importance accorderiez-vous à chacun des critères suivants pour évaluer sa crédibilité ?*



# D | Annexe

## Le montant des sommes gérées chaque année

*Question : Quel est le montant des sommes que vous gérez chaque année (en euros)*



## La fréquence d'utilisation des agences de notation

*Question : Dans le cadre de votre activité, utilisez-vous les notes émises par les agences de notation ?*

