

Au cœur des agences de notation

Fabienne Collard

Le 10 novembre 2011, l'agence de notation Standard & Poor's annonce « par erreur » à certains de ses abonnés qu'elle compte dégrader la note de la France (la meilleure note, un triple A)... avant de se rétracter. Et c'est tout un pays qui tremble. Car les marchés, eux, ne retiennent que cette fausse annonce, avec pour conséquence que l'écart entre les taux des obligations à 10 ans de l'Allemagne, autre pays noté triple A, et de la France atteint un nouveau record depuis la création de la zone euro.

Trois agences dominent le secteur de la notation au plan international : Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings. Leur influence dérange de plus en plus mais leur utilité n'est à ce jour pas démentie.

Cet article tente de mieux comprendre l'utilité et le fonctionnement de ces agences, tout en abordant les nombreuses critiques qui ont été formulées à leur égard ainsi que les réglementations, relativement récentes, qui ont été mises en place afin d'encadrer leurs activités.

Les bases de la notation

Si les agences de notation se retrouvent quotidiennement sur le devant de la scène, c'est essentiellement pour leur activité principale, la notation. Une entreprise, une banque ou une entité publique peut solliciter contre rémunération un *rating*. Selon une grille de notation propre à chaque agence, ce *rating* traduira le degré de solvabilité de l'entité notée. Globalement, les *ratings* émis appartiennent à la catégorie « investissement »¹ lorsqu'ils traduisent un risque de défaut² inexistant ou faible de la part de l'entité notée, ou à la catégorie « spéculatif »³ lorsqu'apparaît un risque de crédit⁴ plus ou moins important. Cette information est cruciale pour les investisseurs car ceux-ci ne souhaitent pas placer leur argent aveuglément. Mais ce *rating* influence

¹ De AAA à BBB pour Standard & Poor's et Fitch, pour les engagements sur plus d'un an. De Aaa à Baa3 pour Moody's.

² Par « risque de défaut », on entend le risque de ne pas pouvoir honorer ses engagements financiers aux échéances prévues.

³ De BB à C pour Standard & Poor's et Fitch. De Ba1 à C pour Moody's. Standard & Poor's et Fitch établissent également des *ratings* de « défaut de paiement » allant de la note SD pour l'un, RD pour l'autre, à la note D.

⁴ Le risque de crédit représente le niveau d'incertitude de voir l'émetteur du titre de dette honorer ses obligations envers les investisseurs.

également, via le taux d'intérêt pratiqué par les organismes prêteurs, le coût de financement des instances notées. Une bonne note facilite le recours au crédit.

À l'origine, les notations des agences visaient les obligations⁵ émises par des entreprises, des banques ou, très vite, des collectivités publiques et des États. Elles se sont ensuite portées sur les émetteurs de titres eux-mêmes. Dans la plupart des cas, ces notations sont aujourd'hui sollicitées par ces émetteurs, car le coût de la notation est supposé moindre que l'avantage offert par une bonne note sur le marché du crédit. Mais les agences publient parfois également des notes non sollicitées. Depuis 2009, l'Europe impose que les notes non sollicitées soient identifiées comme telles⁶. À titre d'exemple, la notation de l'État belge par Standard & Poor's est non sollicitée. L'Autorité des services et marchés financiers en Belgique (FSMA) précise qu'en ce qui concerne notre pays, seules les notes de Fitch Ratings sont sollicitées.

Chaque agence a sa propre méthode pour établir un *rating*. Celui-ci repose à la fois sur des critères quantitatifs et qualitatifs⁷. La notation *corporate*, visant les entreprises ou les banques et assurances, repose ainsi sur des critères tels que le flux de trésorerie ou le taux d'endettement, mais aussi sur le profil du secteur d'activité ou sur la stratégie de management. De même pour la notation souveraine, liée aux États : le *ratio* dette/recettes budgétaires ou l'évolution du produit intérieur brut (PIB) par habitant côtoient, parmi les critères de notation, des indicateurs tels que la stabilité institutionnelle et politique du pays concerné.

Si de nombreux observateurs estiment que les critères de notation des agences ne jouissent pas de toute la transparence nécessaire, les agences de *rating* multiplient depuis quelques années leurs efforts de communication pour démontrer le contraire. Les trois grandes agences transnationales (Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings) ont procédé ces dernières années à une refonte de leur site internet, avec un enrichissement notable du contenu proposé, même si certaines rubriques ne sont consultables qu'après enregistrement. Comparer le travail des agences reste toutefois très difficile, étant donné qu'elles conservent à ce jour des échelles et des méthodes de notation différentes. Comme l'explique Norbert Gaillard, consultant à la Banque mondiale et spécialiste de la notation souveraine, « Standard & Poor's se montre "plus sévère" dès qu'elle juge excessif l'endettement d'un pays, tandis que ses deux concurrentes Fitch et Moody's prennent davantage en compte la puissance économique des États »⁸. Les échelles de notation au sein d'une même agence sont par contre uniformisées de telle manière qu'une entreprise notée B sera associée au même risque de défaut qu'un État ayant obtenu le même *rating*.

Avant d'établir leur rapport, les analystes employés par les agences de notation récoltent les informations nécessaires sur le risque de crédit de l'émetteur et rencontrent, dans le cas d'une notation sollicitée, les dirigeants de l'entreprise ou de

⁵ Une obligation est un titre négociable émis par un État, une collectivité publique, une entreprise privée ou publique. Il s'agit d'une créance pour laquelle le détenteur de l'obligation perçoit un revenu sous la forme d'un taux d'intérêt qui peut être fixe ou variable.

⁶ Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

⁷ En cela, l'activité de *rating* se différencie de celle de *scoring*, qui ne repose que sur une analyse quantitative.

⁸ « États-Unis : pourquoi les agences de notation ne sont pas d'accord », *Le Point*, 16 août 2011, www.lepoint.fr.

l'État concerné. Le *rating*, ou sa révision, est discuté et voté au sein d'un comité de notation composé de plusieurs analystes. Une note peut être révisée à la hausse (*upgrade*) ou à la baisse (*downgrade*) en fonction de l'évolution de la solvabilité escomptée de l'émetteur. Les agences émettent également des perspectives de notation (*outlook*) qui peuvent être positives, stables ou négatives et reflètent la manière dont l'agence appréhende l'avenir de l'émetteur. En moyenne, les agences procèdent à une nouvelle évaluation chaque année, mais elles peuvent également décider de précipiter les choses. Une crise politique, la dégradation financière d'un émetteur ou des opérations telles qu'une fusion ou une acquisition sont des événements qui induisent généralement une mise sous surveillance d'une notation ou de son *outlook*. Précisons enfin qu'avant publication d'une note, l'émetteur a le droit de contester celle-ci, ce qui entraîne alors des analyses complémentaires. La possibilité de faire appel est également primordiale dans le cadre de notes non sollicitées.

Activités annexes

La titrisation est née en 1960 aux États-Unis avant de se développer en Europe dans les années 2000. Grâce à cette technique financière, des banques vendent des prêts bancaires (prêts immobiliers, prêts à la consommation, etc.) à une entité intermédiaire appelée véhicule de titrisation. Celui-ci se finance en émettant sur le marché des titres négociables adossés aux actifs qu'il a achetés. Ces titres (obligations, billets de trésorerie, etc.) sont ensuite regroupés en fonction du risque et du rendement associés pour former des « produits structurés ». Dans de nombreux pays, la notation fait partie des conditions préalables à l'émission de ces produits financiers complexes. Fait plus troublant : moyennant rémunération, les agences de notation participent à la création des produits structurés ainsi qu'à leur évaluation⁹. Ceci soulève la question de possibles conflits d'intérêt, sur laquelle nous reviendrons. Par ailleurs, la crise des *subprimes* de 2007, une forme de produit structuré liée à des prêts hypothécaires risqués aux États-Unis, et sa propagation au marché bancaire, ont fortement entamé la confiance des investisseurs vis-à-vis de l'ensemble du marché des produits structurés. Les agences de notation sont quant à elles montrées du doigt pour n'avoir pas anticipé la crise.

Outre la notation de titres de dette, l'aide à la conception et l'évaluation de produits structurés, les agences peuvent encore compter sur une troisième source de financement, provenant de la vente d'informations statistiques, d'études et de fichiers. Comme l'explique Mireille Bardos, consultante, ex-responsable de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France : « Pour mener à bien leur activité, les agences doivent approfondir constamment leur réflexion et avoir recours à des travaux de recherche pointus : études sur le contexte économique, modèles mathématiques pour construire leurs produits financiers et en évaluer le risque, statistiques de défaut sur des cohortes d'émetteurs, constitution de bases de données. Cette information se diffuse via un système de souscription particulièrement onéreux. »

⁹ M. BARDOS, « Les grandes agences de notation internationales : leur rôle annoncé dans la crise, vers quelle régulation ? », *Les Cahiers Lasaire*, n° 38, juillet 2009.

À l'origine, les chemins de fer américains

Les origines de la notation financière remontent à 1868, lorsque Henry Varnum Poor publie pour la première fois le *Manual of the Railroads of the United States*. Cette publication annuelle propose des informations économiques et financières aux investisseurs désireux de confier leur épargne aux grandes sociétés de chemin de fer américaines alors en plein essor. De son côté, John Moody publie en 1900 le *Manual of Industrial and Miscellaneous Securities* et propose dès 1909 un système de notation sous forme de lettres (de Aaa à C) pour évaluer lui aussi la qualité des investissements liés aux entreprises de chemin de fer.

La crise de 1907 a été responsable de nombreuses faillites et a jeté le trouble dans l'esprit des investisseurs. Les notations de Moody's Investors Service (Moody's)¹⁰ ont pour vocation de rassurer ces derniers en luttant contre l'asymétrie d'information entre émetteurs d'obligation et investisseurs. Dès 1910, certains services aux collectivités sont déjà soumis à la notation de Moody's (les distributeurs d'énergie, la compagnie du téléphone), qui s'attaquera ensuite, en 1918, à la notation des États. Au début des années 1920, Poor's Publishing, la société de Henry Poor, émet elle aussi ses premières notes souveraines avant que les deux agences ne soient rejointes dans ce segment d'activité par Standard Statistics et Fitch (fondée en 1913 par John Knowles Fitch sous le nom de Fitch Publishing Company).

Poor's et Standard Statistics fusionnent en 1941 pour former Standard & Poor's, dont le groupe américain McGraw-Hill, qui édite notamment l'hebdomadaire *Business Week*, fera l'acquisition en 1966. Une dizaine d'années auparavant, en 1957, Standard & Poor's lance également le S&P 500 Stock Index, composé de 500 titres cotés à la bourse de New York. De son côté, l'agence Moody's est cotée en bourse depuis 2000 et détenue, à hauteur de 13 %, par le fonds d'investissement Berkshire Hathaway, propriété du milliardaire Warren Buffet. Après un long passage à vide, l'agence Fitch Ratings est quant à elle rachetée en 1997 par la *holding* française Fimalac, avant de fusionner l'année suivante avec la société britannique IBCA, spécialiste en notation des banques. Depuis 2009, Fitch Ratings est contrôlée par Fimalac à hauteur de 60 % et par le groupe Hearst (groupe de médias américain) à hauteur de 40 %. Elle se profile aujourd'hui comme la troisième plus grande agence de notation transnationale, derrière Standard & Poor's et Moody's¹¹. Chacune des trois agences se veut une référence dans un certain domaine d'activité : la notation des dettes souveraines et des grandes entreprises pour Standard & Poor's, l'évaluation des produits structurés pour Moody's et la notation d'institutions financières comme les banques d'investissement pour Fitch Ratings.

Il est communément admis que ces trois principales agences de notation transnationales se partagent entre 90 % et 95 % des revenus générés par la notation financière¹². Parmi les petites agences se partageant le reste du gâteau, citons la

¹⁰ Moody's Investors Service a officiellement été fondée en 1914.

¹¹ Ces références historiques sont issues du livre de N. GAILLARD, « Les agences de notation », La Découverte, coll. « Repères », Paris, 2010, p.7-11, ainsi que des sites internet des agences Standard & Poor's (www.standardandpoors.com), Moody's (www.moody.com) et Fitch Ratings (www.fitchratings.com).

¹² En 2010, le chiffre d'affaires des « trois grandes » était de 2,9 milliards de dollars pour Standard & Poor's, 2 milliards pour Moody's Corporation et 732,5 millions pour Fitch Ratings.

canadienne Domination Bond Rating Service (DBRS), l'américaine A.M. Best et les japonaises Japan Credit Rating Agency (JCR) et Rating and Investment Information (R&I), qui se sont spécialisées dans certaines niches géographiques ou sectorielles¹³.

Renversement du mode de financement

Durant plusieurs décennies, les notations ont été financées par les investisseurs qui cherchaient à s'informer sur la qualité des actifs financiers qu'ils souhaitaient acquérir. Entre différents placements possibles, ces investisseurs souhaitaient savoir lesquels étaient les moins risqués ou les plus lucratifs. Ils rémunéraient les agences de notation pour cette information en achetant les analyses et les notes émises par les agences concernant des entreprises ou des organismes publics.

Ce système de financement a toutefois subi un changement majeur dans les années 1970. À partir de ce moment, les agences ont facturé leurs services aux émetteurs des titres de dette. Le développement, à cette époque, de la photocopie n'est pas étranger à ce changement notable. De plus en plus d'investisseurs ont utilisé des photocopies « illicites » des manuels publiés par les agences et ces dernières ont alors vu leurs marges bénéficiaires entamées. Dans le même temps, la crise économique sévissait partout dans le monde et particulièrement aux États-Unis, berceau de la notation. De nombreuses entreprises ont cherché à rassurer et à attirer de nouveaux investisseurs, et l'obtention d'un bon *rating* pouvait les y aider. Elles deviennent alors clientes des agences de notation et commencent à payer celles-ci pour l'émission de *ratings*. Dans son ouvrage, Norbert Gaillard indique que la plupart des notations émises avant 1970 sont non sollicitées : « Elles étaient émises sans le consentement des émetteurs. Les diagnostics des agences étaient alors fondés sur les informations obtenues de divers organismes tels que les institutions internationales, le département au Commerce américain, les ambassades américaines,...¹⁴ » Mais la donne change avec la crise économique. Les entreprises et certains États, dans l'espoir de trouver des capitaux à moindre frais, collaborent avec les agences et leur donnent accès aux documents qui leur sont utiles. Les notations *corporate* deviennent alors sollicitées, de même qu'une partie des notations souveraines.

De leur côté, les agences justifient la modification de leur mode de financement par le fait que les entreprises et les États profitent des retombées financières d'une bonne notation et qu'il est juste qu'ils s'acquittent des frais d'analyse associés. Elles expliquent également que la complexification du système financier dans la deuxième moitié du XX^e siècle a induit des coûts d'analyse croissants pour les agences que les investisseurs seuls ne sont pas prêts à supporter.

Dans le camp des détracteurs, ce nouveau système de financement a surtout soulevé la question de possibles conflits d'intérêt. Les agences se retrouvent en effet juge et partie. Comment s'assurer par exemple qu'elles ne favorisent pas leurs clients en leur attribuant une bonne note ?

¹³ Une liste des principales agences de notation répertoriées à ce jour au plan mondial est disponible sur internet. Cf. www.defaultrisk.com.

¹⁴ N. GAILLARD, « Les agences de notation », *op. cit.*, p. 39.

La notation souveraine

La notation des États fait de plus en plus débat dans un contexte de crise de la dette touchant plusieurs pays européens, en premier lieu la Grèce. De nombreux observateurs politiques accusent les trois grandes agences de notation d'influencer directement, par l'attribution de leurs *ratings*, les politiques menées au plan national ou européen¹⁵. Fin avril 2010, la dégradation des notes de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne et ses répercussions désastreuses sur les marchés financiers provoquent la colère de la Commission européenne, du FMI et de plusieurs personnalités politiques¹⁶. Mais les critiques concernant l'influence grandissante des agences sur la sphère politique ne sont pas nouvelles. En février 1996, le chroniqueur du *New York Times*, Thomas Friedman, déclarait, non sans une pointe de provocation : « Il y a deux superpuissances dans le monde aujourd'hui : les États-Unis et Moody's. Les États-Unis peuvent vous détruire en vous envoyant des bombes. Moody's le peut également en dégradant la note de vos obligations. Et croyez-moi, il n'est pas toujours facile de savoir lequel des deux a le plus de pouvoir. »

À contre-courant des critiques envers le présumé *diktat* des agences de notation, le président français, Nicolas Sarkozy, expliquait quant à lui, au lendemain du sommet européen accouchant du plan de sauvetage de la Grèce, que le problème de la France, menacée de perdre son triple A, ce ne sont pas les agences de notation mais bien la dette, car c'est elle qui donne du pouvoir aux agences. Le chef de l'État français semble ainsi rendre aux agences leur rôle de « thermomètre » que nous évoquerons plus loin. Dans le cas de la récente dégradation, le 25 novembre 2011, de la note de la Belgique par Standard & Poor's, de AA+ à AA, l'économiste et professeur à la KUL Paul De Grauwe estime même que le *rating* n'a fait que suivre les marchés¹⁷. Standard & Poor's justifie de son côté sa décision en trois points : un secteur financier belge fragilisé, un climat économique européen très difficile et la longue absence d'un gouvernement belge.

Georges Ugeux est le PDG de Galileo Global Advisors, une petite banque d'affaires internationale présente à New York. De 1996 à 2003, il a été *Executive Vice President International* du New York Stock Exchange. Sur son blog financier, repris par le journal *Le Monde*, il explique que pour convaincre les États de participer au processus de notation, les agences ont exercé une forme de chantage en faisant valoir auprès des États qu'il était dans leur intérêt de coopérer plutôt que de se voir imposer une notation. Pour Georges Ugeux, les banques d'affaires auraient soutenu le discours des agences, expliquant aux États que sans notation le coût de leurs emprunts serait supérieur. Il précise encore que malgré leurs nombreuses faiblesses, attaquer les

¹⁵ En juillet 2011, la chancelière allemande, Angela Merkel, déclarait à l'AFP : « Concernant le sauvetage de la Grèce, il est important que nous, la Commission européenne, le Fonds monétaire international et la Banque centrale européenne, ne nous laissions pas priver de notre liberté de jugement par les agences de notation. »

¹⁶ Évoquant la dégradation de la note de la Grèce, Christine Lagarde, alors ministre française de l'Économie et future directrice générale du FMI, déclarait le 3 mai 2010 sur les ondes d'Europe 1 : « On ne dégrade pas un pays quinze minutes avant la clôture des marchés, pour précipiter des achats ou des ventes. » Le spécialiste des marchés financiers Marc Fiorentino traite quant à lui les agences de notation de « pompiers pyromanes ».

¹⁷ Le rendement obligataire à 10 ans de la Belgique flirte fin novembre avec les 6 % alors qu'il n'était que de 4,35 % le 22 octobre 2011.

agences de notation relève de l'hypocrisie de la part des dirigeants européens : « Il suffit pour s'en convaincre de les voir s'attribuer le mérite des notations positives et le blâme sur les agences de rating des notations négatives. »

Née dans les années 1920, la notation souveraine retrouvera un second souffle à partir des années 1970, après cinq décennies de quasi-léthargie. En 1986, Moody's décide de noter des États dont les obligations ne sont pas émises en dollars ; en 2002, Standard & Poor's et Fitch se lancent dans la notation de pays africains¹⁸. 115 pays sont actuellement notés par les agences de notation. Le mode de facturation des États reste toutefois très opaque, « avec des parts fixes et des parts variables, en fonction des niveaux de dette et de la complexité des produits proposés. Cela peut aller de quelques dizaines de milliers d'euros ou dollars par an à plusieurs centaines de milliers. Sans que cela soit officiel, il est vraisemblable d'ailleurs que les grands pays, comme les États-Unis, la France ou l'Allemagne ne payent pas ou très peu les agences, puisqu'ils sont de toute façon incontournables pour les investisseurs », explique encore Norbert Gaillard¹⁹. Du côté des pays émergents par contre, qui souhaitent attirer les investisseurs, on imagine moins de réticence à payer une notation, dans l'espoir que celle-ci soit favorable au pays émetteur.

Le temps des revers et des critiques

Outre cette impression partagée par plusieurs acteurs politiques de voir certaines de leurs décisions influencées par l'activité des agences, celles-ci font l'objet, depuis une bonne dizaine d'années, de controverses et de critiques. La crise asiatique de 1997, les scandales financiers début 2000 (Enron, Worldcom et Parmalat), la crise des *subprimes* en 2007 et la crise actuelle de la dette en Europe et aux États-Unis : aucun de ces événements n'a été réellement anticipé par les trois grandes agences transnationales. Elles ont attendu le 28 novembre 2001, soit quatre jours avant la faillite, pour placer Enron en catégorie « spéculatif ». Le même constat peut être fait pour Lehman Brothers, noté « A » au moment de sa banqueroute à l'automne 2008.

À l'inverse, il est souvent reproché aux agences d'avoir tendance à surréagir et de précipiter les difficultés de certains émetteurs en révisant à la baisse la qualité de leur crédit sur la base de jugements estimés hâtifs par les émetteurs concernés. Pour Jean-René Fourtou, devenu PDG du groupe Vivendi Universal en remplacement de Jean-Marie Messier, les agences de notation financières ont contribué à détériorer la situation de l'entreprise plongée durant l'été 2002 dans une spirale dépressive qui l'a menée aux portes de la faillite. Déjà confrontée à un problème de dette colossale, Vivendi, après la dégradation de sa note par Standard & Poor's et surtout Moody's, a été soumise à une grave crise de liquidités, ne pouvant plus recourir que difficilement au marché du crédit. C'est ce que certains observateurs nomment le phénomène d'autoréalisation ou *self-fulfilling prophecy*. Au lieu de prévenir le risque d'insolvabilité, la dégradation parfois tardive et sévère d'une notation concrétise le risque de défaut en rendant le marché du crédit moins accessible à ceux qui reçoivent une mauvaise note. Plus récemment, en juillet dernier, après que Moody's ait dégradé

¹⁸ N. GAILLARD, « Les agences de notation », *op ; cit.*, p. 50-52.

¹⁹ « Qui paye les agences de notation ? », *La Croix*, 20 octobre 2011, www.lacroix.com.

la note du Portugal de quatre crans, Pier Carlo Padoan, secrétaire général adjoint et chef économiste de l'OCDE, s'en est pris aux trois grandes et à leurs tendances procycliques : « Elles produisent des prophéties qui s'autoréalisent. Ce n'est pas vrai qu'elles transmettent des informations : elles expriment des jugements, entraînant une accélération de tendances déjà à l'œuvre. C'est comme pousser quelqu'un qui est au bord d'un ravin. Elles aggravent la crise. »²⁰

Mais cette critique d'autoréalisation a également son pendant. De nombreux observateurs estiment en effet que les agences de *rating* ne font que jouer leur rôle de « thermomètre ». « Quand on est malade, on n'accuse pas le thermomètre, on se soigne. Or les pays occidentaux sont malades d'avoir trop dépensé, d'être trop endettés », explique par exemple sur son blog Yves Thréard, journaliste et éditorialiste au *Figaro*.

Des instances incontournables

Comment les trois grandes sont-elles devenues incontournables ? Le manque de concurrence que sous-entend cet oligopole fait lui aussi l'objet de critiques nourries.

Si ces trois agences dominent le secteur de la notation, c'est notamment parce qu'elles ont toutes les trois un siècle d'expertise, voire plus, à faire valoir. Le poids de la réputation est ici indéniable. Pour asseoir le sérieux de leurs notations, les trois grandes revendiquent des décennies de récolte et de suivi de données financières, et ce au niveau transnational. Cette situation oligopolistique est donc d'une certaine manière intrinsèque au secteur. Même s'il avait le choix entre un grand nombre d'agences de notation différentes, l'émetteur aurait tout intérêt à solliciter celles qui ont la meilleure réputation.

En 1975, la Securities and Exchange Commission (SEC), l'autorité américaine de réglementation et de contrôle des marchés financiers, instaure l'obligation pour les agences de notation d'obtenir une accréditation sur base de critères informels qui se sont avérés relativement favorables aux trois grandes. Ces dernières sont d'ailleurs les seules, à l'origine, à obtenir cet agrément. Aujourd'hui, dix agences de notation sont reconnues par la SEC et ont reçu le titre de Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO)²¹. Parmi ces dix agences, on retrouve les trois grandes, dont la sphère d'activité est transnationale, et sept autres agences situées dans des niches régionales ou sectorielles (aux États-Unis, au Japon et au Canada). La mise en place d'une telle accréditation a rendu le secteur de la notation encore moins accessible à d'éventuels nouveaux entrants et a, *de facto*, renforcé la position dominante des trois grandes.

De plus, si de nouveaux acteurs de la notation ont pu espérer se faire une place dans les années 1970 et 1980, Standard & Poor's, Fitch Ratings et Moody's ont racheté la plupart de ces petites agences (plus d'une trentaine) dans les années 1990 et 2000. En

²⁰ Interview accordée au quotidien italien *La Stampa*, juillet 2011.

²¹ La liste de ces dix agences NRSRO est consultable sur le site www.nrsro.com.

plus de ces fusions et acquisitions, les trois agences ont multiplié les partenariats avec des agences de *rating* œuvrant au niveau local²².

Mais ce qui a indéniablement assis la suprématie de Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings, c'est la référence qui leur est faite dans des réglementations officielles. Dans les années 1930 déjà, suite à la crise, il est clairement demandé aux banques américaines de se séparer des titres « spéculatifs » et de ne conserver que ceux pouvant appartenir à la catégorie « investissement ». Et c'est aux agences de notation que la SEC, tout juste créée, confie le soin d'évaluer la qualité des titres en question. Au plan mondial, ce sont les accords de Bâle II²³, entrés en vigueur fin 2006, sur la réforme des normes prudentielles qui offrent leur heure de gloire aux agences de notation. Bâle II avait pour vocation de mieux appréhender les risques de crédit des banques via une révision des exigences en fonds propres. Le *ratio* Cooke, dans Bâle I, imposait aux banques de détenir au moins 8 % de fonds propres comparativement au crédit financé. Mais ce *ratio* ne tenait pas compte de la qualité de l'emprunteur. Les accords de Bâle II imposent aux banques un autre *ratio*, le *ratio* Mc Donough, qui prend en compte le risque de défaut des emprunteurs et implique une évaluation de ce risque par les agences de notation, de manière directe ou indirecte²⁴. Entre-temps, il y a eu la crise des *subprimes*, en 2007, et ses conséquences sur les secteurs financier et bancaire. Sous l'impulsion du G20, les accords de Bâle III sont publiés en septembre 2010 et visent à renforcer à nouveau les fonds propres et les garanties de liquidités des banques. La Commission européenne est la première à adopter, le 20 juillet 2011, un texte visant la transposition de ces accords²⁵. À cette occasion, Michel Barnier, commissaire européen chargé du Marché intérieur, a déclaré : « Nous sommes trop dépendants vis-à-vis des notations, et je souhaite supprimer autant que possible la référence aux notations dans les règles prudentielles. C'est une question essentielle de stabilité financière. Nous proposons aujourd'hui de renforcer l'exigence faite aux banques de mener elles-mêmes leurs propres analyses de risque, sans se reposer mécaniquement sur celles des agences. »

La transposition en droit belge de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers²⁶ offre un autre exemple de la référence faite aux agences dans la réglementation. Ce texte précise en effet qu'« un instrument du marché monétaire est considéré comme de haute qualité si toutes les agences de notation compétentes l'ayant évalué lui ont décerné leur meilleure note. Un instrument qui n'a pas été noté par une agence compétente ne peut pas être considéré comme de haute qualité ».

²² N. GAILLARD, « Les agences de notation », *op. cit.*, p. 9-11.

²³ Banque des règlements internationaux (BRI), *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, juin 2006, disponible sur le site de la BRI à l'adresse www.bis.org.

²⁴ Lorsque la banque évalue elle-même ce risque, mais s'en réfère aux notations des agences à titre de comparaison.

²⁵ Cf. www.ec.europa.eu.

²⁶ Arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers (directive 2004/39/CE).

Juge et partie

Depuis les années 1970, les agences de notation facturent leurs services aux émetteurs de titres qu'elles notent, ce qui soulève la question de possibles conflits d'intérêt. Les agences se retrouvent en effet juges et parties et certains mettent en doute leur objectivité, partant du principe que la tentation doit être grande pour elles de surnoter leurs clients.

Les agences défendent le sérieux de leurs analyses en rappelant que seule leur réputation leur assure la confiance du marché et qu'il ne serait pas dans leur intérêt d'attribuer des notes par complaisance. Toujours est-il que Standard & Poor's et Moody's appliquent, par prudence, une décote aux *ratings* que Fitch Ratings attribue aux produits structurés. Elles considèrent que cette dernière, bénéficiant d'une réputation moindre qu'elles, pourrait avoir tendance à surnoter les émissions pour attirer de nouveaux clients et accroître ses parts de marché²⁷.

Pierre Cailleteau dirigeait jusqu'en mai 2010 le département « risque souverain » de Moody's, à Londres. Concernant la suspicion de conflits d'intérêt entourant le mode de financement des agences, l'ancien *chief international economist* de Moody's explique que s'il fallait revenir en arrière, vers un système de *rating* financé par les investisseurs, il y aurait alors privatisation de la notation. « Cette sortie du domaine public de la notation impliquerait la disparition de dizaines de milliers de notes. Les lumières des phares s'éteindraient, mais certains auraient leur GPS...²⁸ »

Avec l'émergence de la titrisation dans les années 1990, les institutions financières chargées de constituer et de distribuer des produits structurés se sont tournées vers les agences de notation dans un rôle de conseil. Ces agences étaient également responsables, dans un second temps, d'établir un *rating* pour ces mêmes produits. Dans ce cas de figure, les conflits d'intérêt sont relativement évidents. « Un studio de cinéma qui paie les critiques et se sert ensuite de leurs éloges à des fins publicitaires », c'est en ces termes que le sénateur américain Jim Bunning décrit les relations entre les banques et les agences de notation dans le cadre de la crise des *subprimes*. Plusieurs économistes, s'appuyant sur un rapport de la SEC publié en juillet 2008, indiquent également que certaines agences, sans que cela soit devenu la règle, ont pu faire prendre en charge par les mêmes professionnels la notation et des activités de conseil²⁹. À la veille de la crise des *subprimes*, l'activité concentrée autour des produits structurés constituait 50 % du chiffre d'affaires des trois grandes agences.

Pour atténuer ce problème de conflits d'intérêt, certains évoquent la possibilité de mettre en place un intermédiaire entre les émetteurs et les agences. Les émetteurs paieraient le service de notation à cet intermédiaire qui choisirait à quelle agence confier l'analyse de *rating*. Il est toutefois fort probable que cette alternative au mode

²⁷ Ce système de décote est appelé *notching*. Cf. E. LÉONARD, « Les agences de notation financière : des structures essentielles au fonctionnement des marchés financiers », *Variance*, décembre 2007.

²⁸ P. CAILLETEAU, « Si elles n'existaient pas, faudrait-il inventer les agences de notation ? », *Variance*, décembre 2007.

²⁹ P. ARTUS *et al.*, « La crise des subprimes », *Les rapports du Conseil d'analyse économique*, n° 78, septembre 2008.

de financement actuel entraînerait une hausse du coût de la notation en raison de l'intervention d'un acteur supplémentaire dans le processus de notation³⁰.

Une opinion, juste une opinion

Comme les agences de notation aiment à le rappeler, les *ratings* qu'elles émettent ne sont que des opinions que les investisseurs et les marchés ont la liberté de suivre ou non³¹. Ce terme d'opinion est important car le premier amendement de la Constitution américaine protège la liberté d'expression. En septembre 2007, Vickie Tillman, alors vice-présidente exécutive de Standard & Poor's, a expliqué devant le comité bancaire du Sénat américain, suite à la crise des *subprimes*, que « les notations ne sont pas une garantie de performance mais une évaluation du risque de défaillance des titres notés ». Les agences ont également déclaré à plusieurs reprises que si elles étaient parfaitement prescientes, elles ne proposeraient que deux types de notation : « fera défaut » ou « ne fera pas défaut ».

Pour Pierre Cailleteau (Moody's), les agences de notation s'exposent de par leur fonction à la critique. Leurs *ratings* sont publics et deviennent donc une cible facile pour des analyses rétrospectives. « De même, il est dans la nature des choses que les « bons » *ratings* soient aussi peu commentés que les trains qui arrivent à l'heure. »

Jusqu'à il y a peu, amener une agence de notation devant la justice semblait mission impossible. Protégées par le premier amendement de la Constitution américaine, leur responsabilité ne pouvait être évoquée que si un émetteur parvenait à prouver qu'elles avaient fourni des analyses erronées de manière malveillante³² ou si un investisseur établissait une fraude de la part de l'agence (publication d'une opinion dans le but de tromper les investisseurs)³³. Très peu d'affaires ont ainsi été menées en justice. Toutefois, des brèches commencent à se creuser. En 2009, des décisions de justice aux États-Unis estiment que le premier amendement ne peut être évoqué lorsque les plaignants sont un petit groupe d'investisseurs, car l'opinion délivrée par les agences vise alors un groupe restreint et non le public en général³⁴. Avec l'adoption du *Dodd-Frank Act*, en juillet 2010, les États-Unis reconnaissent aux agences de notation le statut d'expert et les soumettent à des dispositions plus strictes en matière de responsabilité civile, fondées sur une loi de 1933. Plus récemment, le 15 novembre 2011, la Commission européenne émet une série de nouvelles propositions concernant les agences et indique qu'« une agence de notation doit être tenue pour responsable si elle enfreint, intentionnellement ou par négligence, le règlement sur les agences de notation, en causant un préjudice à un investisseur qui s'est fondé sur la note fournie à la suite d'une telle infraction. Ces investisseurs devraient tenter une

³⁰ *Ibidem*.

³¹ On peut ainsi lire sur le site internet de Moody's : *Credit ratings are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities.*

³² Responsabilité dans le cadre d'une relation contractuelle.

³³ Responsabilité délictuelle.

³⁴ P-H. CONAC, « Une responsabilité juridique inopérante ? », *Cahiers de l'évaluation*, n° 5, février 2011.

action en responsabilité civile auprès des tribunaux nationaux. La charge de la preuve incomberait à l'agence de notation »³⁵.

Début octobre 2011 s'est ouvert un procès opposant treize villes australiennes à Standard & Poor's. Ces treize villes réclament à l'agence des millions de dollars pour les avoir trompées en attribuant d'excellentes notes à des produits financiers s'étant révélés pourris³⁶. Une plainte similaire a précédemment été déboutée dans l'Ohio. Selon la presse américaine, le *New York Times* en tête, le département de la Justice américaine aurait de son côté ouvert une enquête concernant les notes attribuées par Standard & Poor's et Moody's à des actifs adossés à des prêts immobiliers responsables de la crise financière de 2008. Hasard de calendrier, Deven Sharma, président de Standard & Poor's depuis 2007, a été remplacé le 12 septembre 2011 par le directeur opérationnel de Citibank, Douglas Peterson.

Parallèlement à cette évolution juridique, l'idée d'une réglementation plus contraignante appliquée aux agences de *rating* fait son chemin de part et d'autre de l'Atlantique. Jusqu'il y a peu, les grandes agences de notation ont prôné avec force les vertus de l'autorégulation, garante de leur indépendance et, selon elles, de la qualité des notes qu'elles attribuent. Mais sous le poids des critiques toujours plus nombreuses, les agences ont dû peu à peu renoncer à cette autorégulation pure et simple. Même si le processus d'encadrement de l'activité des agences a été entamé tardivement et timidement, il semble s'être accéléré ces dernières années.

Une réglementation tardive

Les agences de notation ne sont soumises à aucune obligation réglementaire jusqu'en 1975. À ce moment, la SEC leur impose d'obtenir le statut NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*). Cette accréditation est accordée au cas par cas et ne repose à l'origine sur aucun critère strict. Pourtant, seuls les *ratings* des agences ayant obtenu cette accréditation peuvent être utilisés à des fins prudentielles aux États-Unis. Pour acquérir ce statut, les agences doivent démontrer à la SEC qu'elles disposent des ressources financières adéquates et d'un personnel de qualité pour mener à bien leur activité et que leurs *ratings* inspirent la confiance aux principaux investisseurs publics du pays. En 1975, seules les trois grandes reçoivent le titre de NRSRO. Les conditions d'attribution de ce label seront toutefois jugées trop peu explicites et une série de critères d'attribution seront proposés en 1997 par la SEC, sans aboutir toutefois à une réglementation officielle³⁷. Ce n'est en effet qu'en 2006, avec l'adoption du *Credit Rating Agency Reform Act*, qu'interviennent pour la première fois une définition et des conditions d'obtention officielles³⁸. Le statut NRSRO, selon cette nouvelle loi, est délivré à des agences de notation actives depuis au moins trois années consécutives avant leur demande d'agrément, dont la qualité des *ratings* est reconnue par les grands investisseurs institutionnels des États-Unis et

³⁵ Proposition de règlement de la Commission européenne, 15 novembre 2011.

³⁶ Les treize villes australiennes avaient investi 15 millions de dollars australiens (10,7 millions d'euros) en 2006 dans des produits dérivés de titres de dette (CDO) auxquels Standard & Poor's avait attribué un « AAA », *Le Figaro*, 4 octobre 2011.

³⁷ U.S. Securities and Exchange Commission, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, janvier 2003, p. 9-15.

³⁸ Cf. www.sec.gov.

qui sont enregistrées auprès de la SEC. Pour procéder à cet enregistrement, la SEC réclame aux agences certaines informations sur leur structure organisationnelle ou sur l'utilisation faite des données confidentielles. Les bénéficiaires de ce nouveau statut doivent également communiquer à la SEC des informations concernant leurs procédures et méthodologies ainsi que des données statistiques relatives à la robustesse des notations (taux de défaut, historiques de dégradations de notes, etc.). Tout conflit d'intérêt susceptible d'exister au sein d'une agence doit également être communiqué à la SEC. Le 27 septembre 2007, celle-ci a formellement reconnu sept agences en tant que NRSRO³⁹. Elles sont aujourd'hui au nombre de dix.

Soumises à un code de bonne conduite

Entre-temps, et suite aux scandales financiers d'Enron, Worldcom et Parmalat, un code de bonne conduite⁴⁰ est adressé aux agences de notation en décembre 2004, dans le cadre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'OICV)⁴¹. Même si ce code de bonne conduite n'est pas contraignant, il sonne sans doute le début de la fin de l'autorégulation pure et simple prônée par les agences de *rating*. Les grands principes de ce code de bonne conduite sont répartis en trois axes : la qualité et l'intégrité du processus de notation ; l'indépendance des agences et la nécessité d'éviter les conflits d'intérêt ; les responsabilités des agences vis-à-vis des émetteurs comme des investisseurs. Le code stipule par exemple que les agences de notation doivent disposer de ressources humaines suffisantes qui peuvent se prévaloir de l'expérience et de l'expertise requises pour garantir la qualité des notations qu'elles émettent. Informer les autorités financières sur les conflits d'intérêt existants, séparer l'activité de notation de toute autre activité ou encore stipuler si une notation a été établie avec la participation, ou non, de l'émetteur figurent aussi parmi les principes édictés par le code de bonne conduite. Celui-ci sera révisé à plusieurs reprises.

Dans le sillage du *Credit Rating Agency Reform Act*

Peu de temps après l'adoption du *Credit Rating Agency Reform Act*, qui permet à la SEC d'exiger des agences un certain nombre d'informations sur leur activité, la crise des *subprimes* et ses répercussions sur la sphère économique mondiale relancent le débat autour de l'encadrement accru des agences de *rating*. C'est dans ce contexte difficile que la SEC adopte, début 2009, de nouvelles mesures réformant le cadre législatif en place. L'objectif est clair : renforcer la responsabilité des agences, la transparence des informations et la concurrence dans l'industrie de la notation⁴².

La SEC veut notamment introduire davantage de transparence dans la notation des produits structurés. Souvent, les investisseurs n'ont pas fait preuve de suffisamment

³⁹ A.M. Best Company, Inc. ; DBRS Ltd. ; Fitch, Inc. ; Japan Credit Rating Agency, Ltd. ; Moody's Investors Service, Inc. ; Rating and Investment Information, Inc. et Standard & Poor's Ratings Services.

⁴⁰ OICV – IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, décembre 2004.

⁴¹ IOSCO en anglais, pour International Organization of Securities Commissions.

⁴² I. TCHOTOURIAN, « La réponse de la Securities and Exchange Commission au risque de marché : l'encadrement de la notation », 2009.

de vigilance et se sont fiés à des notations qui ont l'avantage de rester simples pour évaluer ces produits pourtant extrêmement complexes. Selon les nouvelles règles édictées par la SEC, les agences habilitées NRSRO doivent désormais publier un rapport sur les spécificités du risque lié aux produits structurés et sur les procédures et méthodologies de notation qui s'y rapportent. Une alternative leur est toutefois offerte, celle d'utiliser un symbole propre à la notation de ces produits structurés, les différenciant des autres types de notation.

Grâce à plusieurs mesures, la SEC s'attaque également au problème des conflits d'intérêt. Elle interdit ainsi aux agences NRSRO de noter une société ayant précédemment bénéficié de recommandations de leur part dans le cadre de leur activité de conseil. Il est également interdit aux analystes impliqués dans le processus de notation de prendre part aux débats concernant les honoraires à verser par l'émetteur.

Mais les critiques subsistent : manque de concurrence entre agences, absence de contrôles, opacité entourant les critères de notation...

La réaction des agences

Compte tenu des évolutions réglementaires, les agences de notation adoptent, dans la seconde moitié des années 2000, une série de mesures destinées notamment à mieux faire face aux conflits d'intérêt⁴³. Ainsi, en 2008, Fitch Ratings regroupe dans une nouvelle division, Fitch Solutions, des services annexes à la notation tels que la diffusion de la recherche, l'offre d'outils d'évaluation, de formation, ou encore de conseil. La même année, Moody's adopte la même attitude en créant Moody's Analytics. Dans le même temps, Moody's et Standard & Poor's interdisent à leurs analystes de prendre part aux négociations commerciales⁴⁴ des agences. Fait notable, Standard & Poor's a mis en place en 2009 une rotation périodique de ses analystes. À l'exception de ceux travaillant sur les produits structurés, ces analystes ne peuvent exercer leurs fonctions pour un même émetteur pendant plus de cinq années consécutives.

Accusées d'avoir dégradé trop tard la note des produits structurés incorporant les *subprimes*, les trois grandes agences indiquent avoir renforcé, dès 2007, les effectifs chargés de la surveillance des notations et avoir développé de nouveaux modèles et outils sur le segment des produits structurés. Début 2010, les trois grandes annoncent également leur intention de se conformer aux exigences réglementaires en ajoutant aux notes de produits de financement structurés un symbole (« SF » ou « sf » selon les agences) qui les distingue des notes attribuées à d'autres types de produits. Auparavant en effet, un triple A attribué à un produit structuré équivalait en termes de risques, du point de vue de l'investisseur, à un triple A accordé à une obligation d'État. La complexité inhérente aux produits structurés ne permet pourtant pas cette équivalence.

⁴³ Rapport 2009 de l'Autorité des marchés financiers, France (AMF) sur les agences de notation.

⁴⁴ Concernant la tarification des services proposés par l'agence.

Adoption du Dodd-Frank Act

La crise économique et financière qui sévit en 2008 pousse le Congrès américain à lancer le plus important chantier de réforme du système financier aux États-Unis depuis les années 1930. La loi Dodd-Frank⁴⁵, adoptée en juillet 2010, est l'aboutissement de ces travaux. Il s'agit d'un véritable mastodonte législatif dont toutes les dispositions n'ont pas encore été mises en œuvre. Les principaux axes de cette loi concernent la création de nouvelles instances de réglementation et le renforcement des pouvoirs accordés aux instances existantes, notamment la SEC, la limitation de l'investissement des banques dans des fonds de pension ou du capital à risque, la protection renforcée des consommateurs et des actionnaires...

Les agences de notation sont également visées. La loi prévoit ainsi la création d'un département au sein de la SEC, l'Office of Credit Ratings, chargé de superviser l'activité des agences de *rating*. L'obligation d'informer la SEC sur les méthodologies en vigueur au sein de ces agences est une nouvelle fois renforcée, bien que la complexité et l'opacité des dites méthodes restent un frein au contrôle. La loi Dodd-Frank impose également une restriction de la référence aux agences de notation dans toute une série de dispositions légales. Malgré cette mesure, il n'existe pas, à ce jour, de réelle alternative à la notation financière. Enfin, la loi américaine adoptée en 2010 a confié à la SEC la mission de rédiger dans les deux ans un rapport concernant la notation des produits structurés. Une autre étude, portant sur d'éventuels mécanismes d'indemnisation de la part des agences de notation, doit également être réalisée.

L'Europe refait son retard

En octobre 2008, au début de la crise, José Manuel Barroso, président de la Commission européenne, réunit un groupe d'experts présidé par Jacques de Larosière et chargé d'émettre des recommandations pour améliorer la supervision financière en Europe. Celle-ci se fait jusqu'alors au niveau national essentiellement et sans grande concertation entre États membres. En Belgique, la CBFA⁴⁶ constitue jusqu'en juillet 2010 l'autorité de régulation des marchés financiers et des assurances. Trois comités européens sont également compétents en matière de supervision des services financiers, mais ils n'ont alors qu'un rôle consultatif et ne peuvent formuler que des orientations non contraignantes. Sur la base des travaux du groupe d'experts, l'Europe adopte un règlement⁴⁷ qui mènera à la mise en place d'un nouveau cadre européen de supervision financière. Depuis le 1^{er} juillet 2011, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) certifie et supervise les agences de notation pour l'Europe, en collaboration avec les instances de supervision des États membres⁴⁸. À la

⁴⁵ Du nom des deux députés américains qui ont inspiré cette loi, Chris Dodd et Barney Frank.

⁴⁶ La Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) a été remplacée, avec la loi du 2 juillet 2010 et l'adoption du modèle de contrôle « Twin Peaks », par l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA). Certaines activités ont également été attribuées à la Banque nationale de Belgique (BNB).

⁴⁷ Ce nouveau règlement est en vigueur depuis décembre 2010 et a été amendé en mai 2011.

⁴⁸ L'AEMF reste toutefois juridiquement responsable de l'enregistrement et de la surveillance des agences de notation.

mi-novembre, 28 agences ont reçu une accréditation de l'AEMF, dont les trois grandes⁴⁹.

L'accréditation de l'AEMF est soumise au respect d'une série de règles⁵⁰ : les intérêts commerciaux de l'agence ne peuvent faire obstacle à la garantie d'indépendance de ses analyses ; l'expérience et la qualification des analystes doivent être reconnues ; ces analystes ne peuvent pas noter une entité dans laquelle ils détiennent une participation ; l'agence doit divulguer tout conflit d'intérêt existant et disposer des procédures organisationnelles lui permettant de prévenir, détecter, éliminer ou gérer ce type de conflits ; l'agence ne peut fournir des services de consultant ou de conseil à une entité notée ; l'agence doit informer l'entité notée au moins douze heures avant publication du *rating* ; l'agence doit utiliser pour la notation des produits structurés un symbole supplémentaire qui les distingue des autres entités, instruments financiers ou obligations ; l'agence doit identifier comme telles les notations non sollicitées, etc. Steven Maijoor, président de l'AEMF, commentait en novembre 2011 : « Je m'attends à ce que nous ayons conduit des inspections sur place pour toutes les grandes agences de notation d'ici à la fin de l'année. À partir de ce travail, nous comptons publier notre premier rapport aux alentours du 1^{er} avril prochain. (...) Si nous trouvons des infractions mineures, nous pouvons donner des instructions à l'agence de notation concernée. Si l'infraction est plus sérieuse, nous pouvons demander à l'agence d'arrêter la notation d'une entité pour quelque temps, prononcer une amende, pouvant aller jusqu'à 750 000 euros, voire, dans le pire des cas, retirer la licence. (...) Je pense que la réglementation actuelle représente déjà une avancée spectaculaire par rapport à la situation de dérégulation complète que nous avons avant la crise. (...) Je suis convaincu que ces nouvelles exigences réglementaires contribueront à améliorer le niveau du secteur et celui de ses notations. Cela prend toujours un peu de temps avant qu'une industrie ne change⁵¹. »

Le 15 novembre 2011, quelques jours après « l'erreur » de Standard & Poor's qui dégradait la note de la France avant de se rétracter, la Commission européenne a édicté une série de mesures nouvelles qui devront être prochainement débattues au Parlement européen et au Conseil. C'est un nouveau tour de vis que Michel Barnier, commissaire européen chargé du Marché intérieur, souhaite imposer aux agences. Les grands axes de cette nouvelle proposition de réglementation sont les suivants⁵² :

- afin d'empêcher les établissements financiers de se fier exclusivement et aveuglément aux notations de crédit pour leurs investissements, la proposition de la Commission contient une obligation générale imposant aux investisseurs d'effectuer leurs propres évaluations de crédit ;
- les agences de notation devraient transmettre leurs notations à l'Agence européenne des marchés financiers (AEMF), laquelle veillerait à mettre gratuitement à la disposition des investisseurs toutes les notations disponibles pour un instrument de créance donné, sous la forme d'un indice européen de

⁴⁹ Celles-ci apparaissent sous le nom de leurs différents bureaux européens et n'ont été enregistrées que le 31 octobre 2011. La liste des agences accréditées par l'AEMF est disponible via l'adresse internet www.esma.europa.eu.

⁵⁰ Annexe II au règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011.

⁵¹ Interview, *Les Échos*, 1^{er} novembre 2011.

⁵² Proposition de règlement de la Commission européenne, 15 novembre 2011.

notation. L'objectif de la Commission est ici de mettre en valeur le travail des petites agences.

- les États membres seraient notés plus fréquemment (tous les six mois au lieu de douze). Pour éviter toute désorganisation des marchés, les notations souveraines ne seraient publiées qu'après la clôture des marchés de l'Union européenne, et au moins une heure avant leur ouverture. Michel Barnier a également annoncé que le gouvernement concerné serait averti 24 heures avant publication de la note afin qu'il puisse riposter ;
- les émetteurs auraient l'obligation de changer tous les trois ans l'agence qui les note ;
- deux notations provenant de deux agences différentes seraient requises pour les instruments financiers structurés complexes ;
- enfin, la responsabilité civile des agences de notation devrait, comme précédemment indiqué dans cet article, pouvoir être évoquée.

Une autre proposition importante était également sur la table, celle visant à suspendre temporairement la notation des États ayant requis une aide financière de la part du FMI ou de l'Europe⁵³. Le projet n'a pas été abandonné mais a toutefois été jugé trop peu abouti et a été remis à plus tard.

Un certain nombre de voix s'étaient également élevées, dont celle de la chancelière allemande Angela Merkel, en faveur d'une agence de notation européenne. Le cabinet de conseil en stratégie Roland Berger Strategy Consultants avait même annoncé à la mi-octobre 2011 qu'il travaillait au développement d'une telle agence : l'European Rating Agency ou ERA. Contrairement au modèle actuel de financement des agences de notation, cette entreprise privée sans but lucratif devait être financée par un consortium d'une trentaine d'institutions financières européennes, un conseil académique d'universités européennes devant quant à lui veiller sur l'indépendance et la transparence de l'ERA⁵⁴. Cette agence européenne de notation ne verra finalement pas le jour. Le 15 novembre 2011, Michel Barnier expliquait ainsi cette décision : « Nous avons calculé qu'il faudrait 300 millions d'euros pour la mettre en route. Je ne veux pas d'une agence publique qui respecte les règles et à côté, les autres agences qui travaillent comme avant. » Il faut sans doute également se demander si une telle agence, ne pouvant revendiquer l'expérience et la notoriété de Standard & Poor's, Moody's ou Fitch, aurait pu convaincre les investisseurs et se faire une place auprès des trois grandes...

Texte achevé le 30 novembre 2011

Pour citer cet article : Fabienne COLLARD, « Au cœur des agences de notation », *Les analyses du CRISP en ligne*, 6 décembre 2011, www.crisp.be.

⁵³ En écho à l'annonce de la dégradation de la note attribuée à la Grèce tombée à peu de choses près au même moment que l'annonce du plan de soutien à ce pays.

⁵⁴ Roland Berger Strategy Consultants, communiqué de presse, 13 octobre 2011.