

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

**Frédérique Espagnac, présidente
Aymeri de Montesquiou, rapporteur**

19 juin 2012



Un rapport adopté à l'unanimité, après quatre mois de travail collégial

- 21 auditions, dont 7 sous forme de tables rondes, avec des administrations, des entreprises, des collectivités locales, des économistes ;
- des déplacements aux Etats-Unis, à Londres et à Bruxelles ;
- une étude comparative (9 pays) sur le marché et la réglementation des agences de notation dans des pays émergents ou de l'OCDE ;
- un accès aux 30 000 pages communiquées par Standard and Poor's, Moody's et Fitch en 2010 et 2011 pour leur enregistrement auprès des autorités européennes ;
- un sondage IFOP sur la confiance des investisseurs vis-à-vis des agences de notation et leurs éventuels souhaits de changement ;
- l'absence de clivages politiques au Sénat : une adoption du rapport à l'unanimité ;
- les suites : un dialogue à engager avec le Gouvernement en commission et en séance publique.



Le diagnostic : les agences de notation sont devenues incontournables, sans retour en arrière possible à court terme

- plus le financement par les marchés obligataires croit, plus ces marchés sont mondialisés, plus l'influence des agences de notation se renforce ;
- le financement de l'économie passe insensiblement d'un modèle de financement par les banques à un financement par les marchés (à 100 % pour l'Etat) ;
- près d'un tiers de la dette obligataire mondiale serait émise en direction de non-résidents. 65,4 % des obligations de l'État sont détenues par des non-résidents, dont de l'ordre de la moitié hors zone euro ;
- la notation est un « standard » international. C'est un standard harmonisé sur un marché de capitaux qui met en relation plus de 10 000 émetteurs, un million d'obligations, des produits structurés particulièrement complexes avec des milliers d'investisseurs disséminés partout dans le monde ;
- En France, moins de 10 % des émissions obligataires ne sont pas notées. Seulement trois entreprises du CAC 40 ne sont pas notées. La notation « non sollicitée » de l'État se fait avec la participation active de ses services.



Un point de passage consacré par les autorités publiques elles-mêmes

- le renforcement des exigences de fonds propres pour les banques, formulées par les autorités publiques, conduit implicitement les entreprises à devoir se tourner davantage encore vers les marchés obligataires ;
- surtout, en réaction aux différentes crises du capitalisme, les autorités publiques ont fait appel directement ou indirectement aux notations pour s'assurer de la solidité des actifs des banques et des sociétés d'assurance ainsi que de la réalité des risques pris (règles de Bâle, de « Solvabilité II »). Elles ont fait des agences de notation de quasi-régulateurs ;
- aux États Unis, on relevait en 1999 plus de 1 000 références aux notations dans la réglementation relative aux marchés de titres et près de 400 pour les banques ;
- les banques centrales font massivement appel aux notations pour apprécier la qualité des actifs que les banques leur apportent en garantie. Fin 2011, 75 % des garanties déposés auprès de la Banque centrale européenne étaient admis sur la base d'une notation émise par une des trois grandes agences.



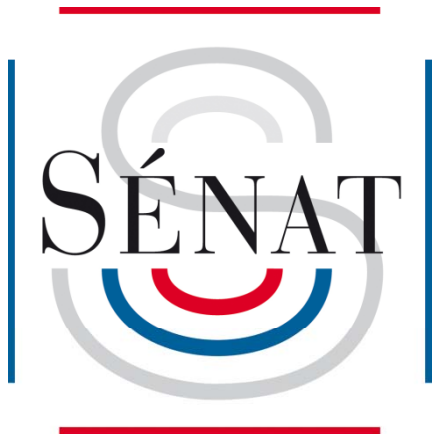
La « désintoxication », une démarche de longue haleine

- les initiatives de « désintoxication » prises aux États-Unis sont d'ordre sémantique, tant le recours aux notations est ancré dans leur « culture d'investissement », comme dans celle de l'Europe ;
- les solutions alternatives aux notations sont encore peu opérantes : incitation au développement d'une évaluation interne des risques, invitation à se fonder sur plusieurs analyses pour prendre des décisions : si l'on a peu confiance dans les agences de notation pour évaluer les risques, on n'a pas davantage confiance dans les modèles internes des banques ;
- la réintégration au sein des régulateurs (en France, surtout la Banque de France) de la fonction déléguée aux agences de notation prendra beaucoup de temps : *« compte tenu de la diversité des actifs éligibles [...], cela nécessiterait des investissements considérables (moyens humains, bases de données), afin de disposer d'une capacité d'analyse crédit équivalente à celles des agences externes sur l'ensemble des actifs susceptibles d'être remis en collatéral »* (Banque de France).



Un impact avéré sur les conditions de financement des émetteurs : l'exemple des collectivités locales

- en 2011, comme en 2010, les obligations ne représentaient que 4 % des encours d'emprunts des collectivités locales françaises. Cette place limitée tient pour l'essentiel à leur petite taille : le volume des émissions atteint rarement la masse critique nécessaire ;
- dans le cadre des émissions « groupées », comme dans l'hypothèse de la création d'une agence de financement des collectivités locales sans garantie de l'État, la notation est un facteur déterminant des conditions de financement obtenues ;
- la note des émissions est, soit proche de la moyenne pondérée des notations des collectivités locales parties prenantes, soit proche de la plus mauvaise note ;
- comme dans toute opération de mutualisation de dette, le processus d'émissions « groupées » est donc défavorable aux entités les mieux notées, qui voient leurs conditions de financement se dégrader. L'attractivité de ces opérations pour les « meilleurs emprunteurs » est donc limitée.



Une interaction à réduire entre le débat démocratique et les notations

- l'Agence France Trésor souligne « *la faible valeur ajoutée des commentaires de Standard and Poor's* ». Les facteurs institutionnels, fondamentalement politiques, représentent un tiers de la note. L'analyse est beaucoup plus subjective que celle des autres indicateurs financiers ou économiques. En ce sens, la notation des agences peut être relativisée ;
- relayée pourtant dans le débat politique, elle a un pouvoir perturbateur sur la vie des États. L'obligation juridique qu'ont les agences de motiver leurs décisions les conduit à émettre une opinion sur les politiques économiques et budgétaires des États, l'écart entre justification de la note et préconisations d'ordre politique étant tenu ;
- au regard des interactions possibles entre les mouvements de notation de dettes souveraines et les échéances démocratiques des États, il est nécessaire que le calendrier de publication des notations soit fixé à l'avance, de façon transparente, de manière à éviter une communication « à chaud », au plus mauvais moment.



Une mission de service public déléguée sans cahier des charges, sans contrôle et sans exigence de résultat

- les notations ne sont plus une simple opinion, comme l'illustre l'impact des erreurs commises : le statut de la notation a changé, sans doute de manière durable ;
- la qualité de la notation est devenue primordiale. C'est sur ce sujet que doivent se concentrer les efforts politiques ;
- l'activité de notation doit devenir une profession réglementée. Elle l'est devenue partiellement, aux États-Unis depuis 2007, en Europe depuis 2009.
- depuis la loi Dodd-Frank de 2010, on observe un recul aux États-Unis, avec l'abandon de dispositions relatives à la responsabilité juridique des agences ou un affaiblissement de la SEC dans la régulation des agences de notation. A contrario, on peut se féliciter d'un pas en avant de l'Europe, malgré son retard initial.
- une convergence entre Europe et États-Unis devra être trouvée au G20, autour d'une vision ambitieuse de la régulation.



Des méthodologies à soumettre à examen collégial

- la question de la méthodologie a été longtemps éludée tant par les législateurs que par les superviseurs. Elle n'a finalement été posée que très récemment ;
- les publications des trois principales agences de notation sont devenues abondantes. L'objectif de la Commission européenne d'explications claires et compréhensibles, est néanmoins loin d'être acquis. Pour 58 % des investisseurs, la transparence des méthodes est un critère qui qualifie mal les agences de notation. Les documents publiés sont jugés trop complexes pour être exploitables par une majorité d'entre eux (56 %) ;
- le sens de l'histoire va vers un label de l'Autorité européenne des marchés financiers sur les méthodes des agences, discutées dans le cadre d'un forum. 400 modèles d'évaluation interne des risques développés par les banques ont été validés par les autorités nationales et européennes. On voit mal comment l'évaluation externe du risque effectué par les agences pourrait durablement échapper à une exigence de contrôle des méthodes.



En finir avec les zones d'ombre des ressources humaines des agences (1)

- la gestion des ressources humaines reste une zone d'ombre faute de contrôle suffisant, au moment de l'enregistrement des agences, par l'Autorité européenne des marchés financiers (un coup pour rien). L'examen du nombre de dossiers par analyste, des qualifications, de la formation continue, de l'ancienneté des analystes n'a pas constitué une priorité au moment de l'enregistrement de Standard and Poor's, Moody's et Fitch en Europe ;
- les données confidentielles produites par les agences ne permettent pas de mesurer de manière satisfaisante la charge de travail des analystes, faute de définition de ce qui constitue un « dossier ». Il faut une définition rigoureuse, harmonisée et contrôlée par l'Autorité européenne des marchés financiers ;
- la politique de formation continue des agences est à leur entière discrétion, sans garantie réelle. Chez Fitch, selon un document de 2009, seulement 14 % des analystes disposaient de la certification externe de « Chartered Financial Analyst ». Une certification professionnelle assurée par un organisme indépendant et reconnu par les autorités européennes devrait être prévue par le règlement européen.



En finir avec les zones d'ombre des ressources humaines des agences (2)

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



Assainir la relation entre émetteurs et agences de notation

- entreprises et collectivités sont aujourd'hui en situation de faiblesse par rapport à la position dominante des agences ;
- les entreprises françaises dénoncent des distorsions de notation par rapport à leurs concurrentes, notamment américaines, avec un biais favorable, en particulier, aux normes comptables US GAAP. EADS a dû faire appel à un conseil en notation pour rétablir sa note injustement fixée à BBB+ alors que Boeing bénéficiait d'un A+ ;
- Début 2012, 12 des plus grandes entreprises allemandes ont adressé un courrier à Standard and Poor's soulignant un doublement des tarifs par rapport aux années précédentes. Pour assainir la relation entre émetteurs et agences, il faut une transparence des frais payés et autoriser un « droit de réponse » des émetteurs sur leur note ;
- les conflits d'intérêts liés à la collusion entre banques et agences en matière de produits structurés sont désormais mieux surveillés. C'est cependant le modèle lui-même qu'il faut changer. On doit passer dans ce domaine à un modèle investisseur-payeur.



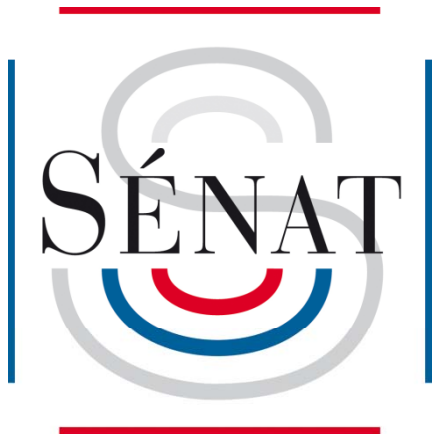
La responsabilité civile, comme levier favorable à la qualité des notations

- les procès en responsabilité intentés aux agences de notation (10 recensés à l'heure actuelle) n'ont, au moins pour l'instant, pas abouti à des condamnations substantielles (remboursement par Standard and Poor's de ses honoraires (784 000 euros) dans l'affaire Parmalat) ;
- pendant ce temps, Moody's impose aux émetteurs français de recourir à des contrats de droit anglais dans une tentative de « délocalisation par le droit » ;
- il faut une harmonisation européenne. Quand un investisseur présente des éléments laissant présumer qu'une agence a commis une faute, il doit revenir à l'agence d'apporter la preuve contraire. Comme celui des clauses exonératoires, le principe des clauses limitant le montant des dommages et intérêts doit être interdit ;
- ceci suppose que les agences de notation puissent faire face à d'éventuels contentieux. Un capital réglementaire minimal devrait être fixé par les autorités européennes, avec la souscription d'une assurance « responsabilité civile professionnelle » obligatoire.



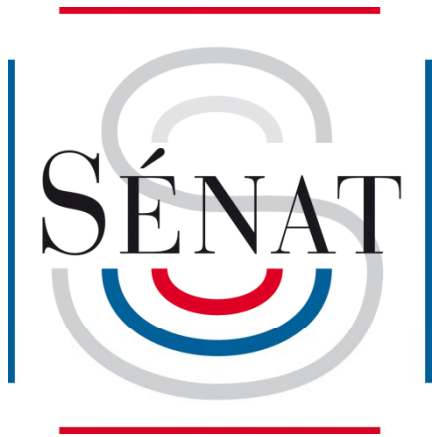
Une autorité européenne qui doit exercer ses prérogatives

- la responsabilité civile n'exclut pas la responsabilité administrative, c'est-à-dire une procédure d'enregistrement et un contrôle sous la responsabilité de l'Autorité européenne des marchés financiers ;
- par rapport au vide constaté jusqu'en 2011, l'enregistrement est un progrès. Des améliorations ont pu être demandées aux trois grandes agences ;
 - mais l'autorité européenne s'est montrée peu exigeante. Elle a enregistré pas moins de dix-sept agences, dont une agence bulgare qui fait peu d'ombre à Standard and Poor's. De petites structures, dont la crédibilité est faible, voire inexistante, ont été autorisées à proposer leurs services. La Banque centrale européenne refuse d'y recourir pour évaluer les actifs que les banques de la zone euro lui apportent en garantie ;
- l'autorité européenne devra user de ses pouvoirs de contrôle. Les procédures sont lentes (2 ans pour une éventuelle sanction dans le cas de l'erreur de Standard and Poors vis-à-vis de la France) et les sanctions faiblement dissuasives



Une stratégie à construire pour faire face à l'oligopole des trois grandes agences

- le duopole constitué au niveau mondial par Standard and Poor's et Moody's est à l'origine d'une importante rente de situation. Elle permet à ces entreprises d'imposer aux émetteurs des tarifs extrêmement élevés si on les rapporte au nombre d'heures de travail accomplies par les analystes pour chaque notation. Les autorités nationales et européennes de la concurrence doivent vérifier que les trois grandes agences n'abusent pas de leur position dominante ;
- les barrières à l'entrée du marché de la notation sont difficiles à franchir. Il en est une qui résulte des obligations réglementaires renforcées imposées aux agences. Obtenir une accréditation par la SEC n'est pas une simple formalité comme l'agence chinoise Dagong en a fait l'expérience. Elle a ainsi essuyé un refus;
- 64 % des investisseurs interrogés par le Sénat demandent plus de concurrence, 25 % déclarent même en souhaiter « beaucoup plus ».



Le mythe d'un renforcement mécanique de la concurrence

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



La diffusion d'alternatives aux notations d'agence

- certaines banques centrales, à commencer par la Banque de France, mais aussi les banques centrales d'Allemagne, d'Autriche et d'Espagne, ont développé leur propre cotation des entreprises. La Banque de France est devenue une « agence de notation », qui note environ 260 000 entreprises françaises. La Banque centrale européenne note les États ;
- malgré les réticences des banques centrales, la publication de ces notes devrait être envisagée, notamment si, à terme, des PME, n'ayant pas nécessairement les moyens de payer leur notation, devaient aller sur le marché obligataire ;
- on pourrait également concevoir que les banques commerciales, qui évaluent elles-mêmes le risque de crédit de leurs clients, en utilisant des modèles internes, communiquent leurs notes à un organisme public européen, qui serait chargé de les agréger afin de publier un indicateur synthétique.



L'agence publique européenne, la piste la moins susceptible de prospérer dans le contexte actuel

- sur un plan théorique, dès lors que l'on considère que la notation a les caractéristiques d'un « bien public », une agence publique européenne est pleinement justifiée. Moody's a aussi soutenu la validité de cette idée ;
- l'agence publique devrait être financée par une taxe affectée et opter pour une forme juridique appropriée (une fondation) afin d'éviter les conflits d'intérêts : elle noterait notamment des États ayant suscité sa naissance, et la finançant, d'une manière ou d'une autre ;
- dans le contexte actuel, la piste tendant à la création d'une agence publique est toutefois la moins susceptible de prospérer. Il s'agit essentiellement d'une question de contexte : la crise de la dette souveraine créerait un soupçon fort des marchés par rapport à une initiative des États tendant à se doter de ce qui serait considéré comme « leur agence », et donc « la voix des États » ;
- l'agence devrait de surcroît obtenir l'accréditation de la SEC américaine si l'on souhaite qu'elle joue un rôle mondial.



Pour un appel à projets lancé par la commission européenne

- comme elle le fait fréquemment dans le domaine de la recherche et du développement, la Commission européenne pourrait lancer un appel à projets pour encourager une ou plusieurs initiatives privées tendant à la création d'une nouvelle agence européenne de taille mondiale ;
- aux termes de l'appel à projet, le ou les opérateurs privés européens retenus pourraient bénéficier du label de la Commission et d'un financement pour le développement d'innovations en matière de méthodologie.



Des propositions convergentes avec les initiatives les plus ambitieuses de la Commission et du Parlement européens

- au total, les 26 propositions du rapport correspondent à une vision ambitieuse de la régulation. Elles sont souvent sur la ligne des grandes options défendues par la Commission et le Parlement européens, souvent plus ambitieuses ;
- la plupart des propositions demandent une modification du règlement européen sur les agences de notation. Cette modification est en cours, et c'est dans ce cadre que s'inscrivent les propositions du Sénat français ;
- en cas d'échec des négociations européennes, certaines mesures pourraient être envisagées directement par le Gouvernement français, à des fins d'exemplarité : publication de toutes les sommes versées aux agences de notation dans les rapports annuels des entreprises; diffusion des notes de la Banque de France ; investissement plus important de celle-ci dans l'analyse des garanties apportées par les banques ; calendrier fixé à l'avance des notations de la dette souveraine française.



Les priorités du Sénat

- des moyens humains suffisants, en qualité et en quantité, pour garantir la rigueur des notations, avec un contrôle réel de l'Autorité européenne des marchés financiers;
- le relèvement substantiel de la contribution perçue par l'Autorité européenne des marchés financiers sur les agences de notation pour financer un Forum sur les méthodologies ;
- une responsabilité civile effective des agences de notation comme levier, avec une harmonisation européenne ambitieuse ;
- un calendrier de publication des notations souveraines fixé à l'avance, de manière transparente ;
- un appel à projets de la Commission européenne pour encourager une ou plusieurs initiatives privées tendant à la création d'une nouvelle agence européenne de taille mondiale.