



## QUELLES REGULATIONS POUR L'INDUSTRIE DE LA NOTATION ?

Norbert Gaillard\*

La crise financière qui a éclaté en 2007 et la grave récession économique qui a suivi ont conduit les principaux dirigeants politiques des Etats industrialisés et émergents à faire diverses propositions, en vue de modifier les règles et pratiques du monde de la finance.

Plusieurs projets de réforme ont, par exemple, été avancés dans le cadre des réunions du G20. Certains sont restés jusqu'à présent lettre morte, comme la réforme du système monétaire international, le projet de taxe sur les transactions financières, ou encore la lutte contre la volatilité des prix des matières premières. D'autres, en revanche, ont abouti : c'est le cas de l'augmentation des ressources du FMI et de la Banque mondiale, le transfert de 6 % des droits de vote au FMI des pays développés vers les pays émergents, l'instauration d'une liste noire des paradis fiscaux, l'acceptation de principe de la réglementation de Bâle III et le renforcement de l'encadrement des agences de notation.

D'ailleurs, l'industrie de la notation financière est sans doute le secteur qui a été le plus réglementé depuis le début de la crise. Quelles mesures ont-elles été prises au cours de ces cinq dernières années ?

## L'ETAT DES LIEUX DES LEGISLATIONS ET REGLEMENTATIONS ACTUELLEMENT EN VIGUEUR

### *Le cadre réglementaire et législatif américain*

La crise des *subprimes* et l'échec de la notation des produits structurés ont conduit la *Securities and Exchange Commission* (SEC) à enquêter sur les méthodes de travail des grandes agences dès l'été 2007. Les défaillances mises au jour par le régulateur américain ont incité les législateurs à préparer une grande réforme de l'industrie de la notation. En décembre 2009, une proposition de loi est déposée par le représentant démocrate Barney Frank et le sénateur démocrate Chris Dodd. Elle est votée en juillet 2010, devenant ainsi la « loi Dodd-Frank ».

Cette nouvelle loi prévoit que les agences doivent désormais établir une structure de contrôle interne, en vue de superviser les procédures et les méthodologies de notation. La SEC est habilitée à suspendre une agence qui n'aurait pas les ressources financières ou managériales suffisantes pour attribuer des notes adéquates. Le régulateur américain est aussi chargé d'empêcher que les services commerciaux d'une agence n'influencent le travail des analystes et de vérifier que les notations ne sont pas affectées par d'éventuels conflits d'intérêts. Les agences ont également l'obligation de publier leurs méthodologies et les performances de leurs *ratings*.

Mais la mesure la plus remarquable de la loi Dodd-Frank est sans conteste le retrait des références aux notations dans les lois et réglementations financières. La référence à la notion d'*investment grade* est ainsi remplacée par l'expression « conforme aux standards de solvabilité » dans certaines lois-phares. Les législateurs ont cependant laissé aux régulateurs le soin de modifier les réglementations qui reposent sur les notations financières. Ce retrait des références aux *ratings* dans les réglementations financières américaines

constitue un tournant majeur dans l'histoire du capitalisme outre-Atlantique. Après 80 ans de dépendance croissante à l'égard des agences de notation, les législateurs ont amorcé un mouvement de « reflux » qui semble aujourd'hui inspirer leurs homologues européens.

### *Le cadre réglementaire et législatif européen*

Le règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit est la première législation européenne encadrant l'activité de notation financière. Ce règlement prévoit que les agences doivent prendre toutes les mesures nécessaires, afin de lutter contre les conflits d'intérêts et s'assurer que leurs analystes ne sont pas rémunérés en fonction des honoraires versés par les émetteurs de dette qu'ils notent. Comme dans la loi Dodd-Frank, les agences sont tenues de rendre publiques leurs méthodologies et de publier des données sur la performance de leurs *ratings*, mais elles doivent également réviser leurs notations au moins une fois par an et attribuer des notes spécifiques aux produits structurés.

La polémique croissante sur les conflits d'intérêts qui ont miné la crédibilité des agences et les dégradations des notes souveraines des pays de la zone euro début 2010 ont pourtant convaincu les dirigeants européens de préparer un second règlement. Un nouveau texte visant à amender le règlement (CE) n°1060/2009 est présenté par la Commission européenne en novembre 2011. Cette proposition de règlement, qui a elle-même fait l'objet d'amendements de la part des parlementaires européens durant le premier semestre 2012, devrait être votée en séance plénière en décembre 2012. Elle entend tout d'abord obliger les institutions financières à développer leurs propres analyses du risque de crédit et à ne plus dépendre des *ratings* et, ensuite, les principaux régulateurs européens, tels que l'Autorité Bancaire Européenne et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF), à procéder, d'ici au 31 décembre 2013, aux retraits des notations des réglementations financières lorsqu'ils le jugeront utiles.

En vue de lutter contre les conflits d'intérêts, la relation contractuelle entre une agence et un émetteur de dette aurait une durée maximale (principe de rotation). En matière de transparence, les agences auraient à rendre publics les noms des analystes qui ont participé au processus de notation. Une fois la note déterminée, les agences auraient l'obligation d'informer l'émetteur de dette de sa décision durant les heures de travail et au moins un jour ouvrable avant publication. De plus, elles seraient contraintes de dresser une liste des honoraires versés par chaque client et de fournir des informations sur la répartition géographique et professionnelle de leurs effectifs. Les agences seraient tenues d'informer la communauté financière de leurs intentions de modifier leurs méthodologies de notation et de lui laisser au moins un mois pour faire des commentaires sur les changements envisagés.

Certaines mesures concernent spécifiquement une classe d'actifs. Par exemple, les notes souveraines seraient obligatoirement révisées tous les six mois. Tout changement de note ou de perspective souveraine devrait comporter des explications détaillées sur la nouvelle pondération des grands critères quantitatifs et qualitatifs appliquée par l'agence.

Enfin, la proposition de règlement pose le principe de la responsabilité civile des agences dans le cas où une infraction intentionnelle ou liée à une négligence manifeste aurait affecté une notation et causé un dommage à un investisseur. Les amendes prévues s'échelonnent de 25 000 à 750 000 euros.

Les exigences en matière de transparence et de lutte contre les conflits d'intérêts et la mise en place d'un régime de responsabilité civile contribuent à faire du futur règlement européen un texte plus contraignant pour les agences que la loi Dodd-Frank de 2010. Mais toutes les mesures préconisées sont-elles pertinentes ?

## QUELLES MESURES POUR LA NOUVELLE REGLEMENTATION DU PARLEMENT EUROPEEN ?

Plusieurs réformes méritent d'être mises en œuvre prioritairement.

- *Le retrait des notations des réglementations financières.*

L'intégration des notations dans les réglementations financières a engendré plusieurs effets pervers. Elle a déresponsabilisé les régulateurs et les investisseurs mais également exacerbé les effets pro-cycliques des changements de notations. Par conséquent, une première leçon à tirer de la crise actuelle est de retirer progressivement les notations des réglementations financières. Mais les législateurs et régulateurs doivent éviter la solution de facilité qui consisterait à remplacer les notes par un autre indicateur de risque. C'est en effet la référence systématique à une mesure spécifique du risque de crédit qui est dangereuse. La seule alternative crédible à la notation financière passe par le développement de systèmes de *scorings* au sein des grands établissements de crédit et compagnies d'assurance qui se substitueraient aux notes de *Fitch*, *Moody's* et *Standard & Poor's*.

- *La lutte contre les conflits d'intérêts et le renforcement de la transparence des agences.*

L'AEMF devrait être en mesure de contrôler les modalités de signature des contrats entre agences et institutions financières originatrices d'obligations structurées ou s'assurer que la détermination d'une notation n'est influencée que par des facteurs directement liés à la qualité de crédit. Les agences devraient d'ailleurs être soumises à des obligations strictes en matière de publication des honoraires versés par chaque client. En outre, il faudrait exiger qu'elles publient dans leurs rapports annuels la liste de leurs vingt premiers actionnaires ou la liste des actionnaires détenant au moins 1% de leur capital, ainsi que les participations de leurs actionnaires de référence dans les entités qu'elles notent.

- *La comparaison des notes attribuées.*

L'AEMF devrait être habilitée à analyser les performances des agences en comparant leurs taux de défaut et leurs ratios d'efficacité pour chaque classe d'actifs<sup>1</sup>. Les résultats obtenus seraient commentés et publiés. De même, le régulateur devrait être autorisé à procéder à des auditions *ad hoc* des analystes des agences. Par exemple, il serait pertinent de les interroger chaque fois qu'un émetteur ou un produit financier est tombé en défaut de paiement, après avoir été noté en catégorie investissement. De telles auditions permettraient de cerner d'éventuelles failles dans les méthodologies de notation.

- *L'augmentation des effectifs des agences.*

Les enquêtes de la SEC et les auditions conduites par le Sénat américain ont montré à quel point les agences demeurent en situation de sous-effectif depuis de nombreuses années. Il conviendrait donc que l'AEMF surveille de près l'évolution du nombre d'analystes pour chaque classe d'actifs et signale les cas où le risque de sous-effectif est susceptible d'entamer la qualité des *ratings*.

- *La question de la responsabilité civile des agences.*

Il serait logique que les infractions relatives au non-respect des règles de lutte contre les conflits d'intérêts et des règles de transparence constituent des fautes qui ouvrent la voie à des recours de la part des investisseurs. Cependant, compte tenu de la difficulté de déterminer le préjudice subi en cas d'erreur de notation, la mise en place d'un régime de responsabilité civile pour les agences pourrait s'avérer délicate, voire inopérante. Il serait préférable d'instituer une obligation de publier, aux frais de l'agence, les infractions qui seraient relevées par l'AEMF.

---

<sup>1</sup> Le taux de défaut indique, pour chaque catégorie de note, le pourcentage de titres ou d'émetteurs qui sont tombés en défaut de paiement pour un horizon temporel donné. Le ratio d'efficacité mesure la capacité d'une agence à attribuer des notes basses à des titres ou émetteurs qui feront ultérieurement défaut et des notes élevées à des titres ou émetteurs qui resteront solvables.

## CONCLUSION

Les erreurs et les fautes commises par les agences de notation ont eu des conséquences désastreuses du fait de l'intégration des *ratings* dans les réglementations financières des pays industrialisés et émergents. Aussi, le retrait des références aux notations est-il une mesure-clé que doivent voter les parlementaires européens. Les autres mesures destinées à obtenir des agences un comportement plus éthique doivent reposer sur des exigences accrues en matière de responsabilité et de transparence. C'est à ces conditions-là que les notations financières deviendront plus objectives et plus justes.

**\*Norbert Gaillard est économiste, il a notamment publié *A Century of Sovereign Ratings* (Springer 2011) et *Les agences de notation* (La Découverte 2010).**