



RAPPORT 2004 DE L'AMF SUR LES AGENCES DE NOTATION

Sommaire

INTRODUCTION :

LE PERIMETRE ET LA METHODOLOGIE DES TRAVAUX DE L'AMF 4

1. Les activités couvertes par le présent rapport4
2. La méthodologie retenue pour l'élaboration du rapport6

I - LE CONTEXTE INTERNATIONAL DU RAPPORT 8

1. Les réflexions actuelles aux Etats-Unis8
2. Les initiatives en cours des autorités internationales9
 - 2.1 Les principes de bonne conduite élaborés par l'association internationale des régulateurs boursiers (OICV) 9
 - 2.2 Les règles établies par les autorités prudentielles bancaires 10
 - 2.3 Les prises de position du Parlement européen et de la Commission européenne..... 12
 - 2.4 L'avis technique en cours d'élaboration par l'association européenne des régulateurs (CESR)..... 13
3. Les prises de position récentes des professionnels du marché.....13

II - LA DEFINITION GENERALE DE L'ACTIVITE DE NOTATION..... 15

1. L'objet de la notation15
2. La typologie des notes15
3. Les méthodes de tarification.....17
4. Le mode de diffusion de la notation18
5. La proposition de services auxiliaires à la notation publique.....19

III - LE MARCHE FRANÇAIS DE LA NOTATION FINANCIERE 21

1. La population des émetteurs notés.....21
 - 1.1 Le nombre et la répartition sectorielle des notes. 21
 - 1.2 Le poids des groupes français notés en terme de capitalisation boursière 22
 - 1.3 L'activité de notation de véhicules de titrisation en France 22
2. La qualité du crédit25
 - 2.1 L'évolution des taux de défaut..... 25
 - 2.2 L'orientation des notations 26
 - 2.3 L'impact sur les marges de crédit..... 29
 - 2.4 La multi-notation et la cohérence des notes 30
3. L'organisation et l'activité des agences33
 - 3.1 La structure du marché 33
 - 3.2 Les axes de développement 33
 - 3.3 Les sources de revenus 34
 - 3.4 Les équipes 35

IV - LE ROLE ET LA VALEUR AJOUTEE DES AGENCES DU POINT DE VUE DES DIFFERENTS ACTEURS CONCERNES	37
1. Pour les régulateurs.....	37
1.1 <i>Le cadre juridique américain</i>	<i>37</i>
1.2 <i>Le cadre juridique français</i>	<i>39</i>
2. Pour les émetteurs de titres	40
3. Pour les intermédiaires financiers	41
4. Pour les utilisateurs finaux du marché	42
V - LES REGLES DEONTOLOGIQUES DES AGENCES DE NOTATION	44
1. La déontologie personnelle des analystes.....	44
2. Les conflits d'intérêts vis-à-vis des entreprises notées	45
3. L'utilisation d'informations non publiques	46
VI - LA TRANSPARENCE DES METHODES	48
1. Le processus de notation.....	48
2. La méthodologie de notation	48
3. L'analyse propre à chaque émetteur.....	49
4. Les relations avec l'émetteur lors de la diffusion de la notation	50
VII - L'IMPACT DE L'ACTIVITE DES AGENCES DE NOTATION SUR LES EMETTEURS ET LES MARCHES FINANCIERS.....	51
1. Les canaux de transmission des notations aux prix : l'approche théorique.....	51
2. Les études empiriques	52
2.1 <i>La méthodologie.....</i>	<i>52</i>
2.2 <i>Les principaux enseignements</i>	<i>53</i>
3. Les méthodes d'évaluation du risque de crédit et la stabilité des marchés.....	54
3.1 <i>La question de la stabilité des notes</i>	<i>55</i>
3.2 <i>La prise en compte des clauses contingentes</i>	<i>55</i>
CONCLUSION GENERALE	57
Annexe I : Document de consultation de l'OICV sur le code de conduite des agences de notation (octobre 2004).....	59
Annexe II : Résolution du Parlement européen du 10 février 2004.....	69
Annexe III : Consultation de CESR d'août 2004	73
Annexe IV : Synthèse sur la notation d'OPCVM par les trois agences interrogées	74
Annexe V : Synthèse sur la notation extra-financière	75
Annexe VI : Références bibliographiques	78
Annexe VII : Les études d'évènements.....	79
Annexe VIII : Typologie des notes à long terme	80

INTRODUCTION : LE PERIMETRE ET LA METHODOLOGIE DES TRAVAUX DE L'AMF

Le présent rapport s'inscrit dans le cadre de la Loi de Sécurité financière du 1^{er} août 2003 qui a confié à l'AMF la charge de *"publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers"* (article L 544-4 du code monétaire et financier).

Les travaux préparatoires montrent que cette disposition a été motivée par le fait que les agences de notation *"diffusent toujours des publications, puisque leurs notes sont des informations délivrées aux marchés"* et qu'à ce titre elles sont susceptibles d'avoir un impact sur le cours des instruments financiers concernés. Il a également été décidé de conférer cette mission d'observation et d'analyse à l'AMF pour lui donner *"la possibilité de se rapprocher officiellement de ses homologues étrangers afin de coordonner leurs efforts de contrôle et d'appréciation des agences"* et lui permettre d'être *"le relais de la France dans les rencontres internationales qui (...) s'attacheront à faire progresser la régulation"* dans ce domaine.

L'AMF s'est donc attachée à rédiger ce premier rapport dans un esprit, un format et suivant un calendrier qui répondent aux attentes du législateur, au plan domestique comme au plan international. Ce rapport a ainsi pour objectif, entre autres, de servir de référence pour la position des autorités françaises à l'occasion du débat qu'a souhaité la Commission Européenne sur le sujet et dont elle a confié la conduite, dans un premier temps, au comité des régulateurs européens CESR.

1. Les activités couvertes par le présent rapport

Différentes entités font état d'une activité de notation :

1. les agences de notation financière qui évaluent le risque de crédit, c'est-à-dire de défaut d'un émetteur sur ses dettes financières, selon une méthodologie standardisée au sein de chaque agence et en principe publique ;

¹ Débats Sénat deuxième lecture, JO n° 53, pages 3989 à 3994.

Selon les travaux parlementaires ayant conduit à l'adoption de l'article L 544-4 susmentionné, il n'était pas possible de confier à l'AMF une mission de contrôle sur les agences de notation dans la mesure où celles-ci *« proposent des notations d'ordre général sur les entreprises et ont toutes leur siège ou leurs équipes à l'étranger »* et que *"dans ces conditions, un contrôle assez rigoureux (...), est impossible."* Il s'agissait, selon le rapporteur de la Commission des Finances de l'Assemblée nationale, de réaliser *"un progrès évident dans la connaissance du travail de ces agences de notation"* et, de l'avis du Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, de demander à l'AMF un rapport annuel *"dans la mesure de ses moyens"*, *"sur ce qu'elle pense des dites agences de notation"* de leurs méthodes et des règles déontologiques appliquées à leur personnel (cf. Rapport au nom de la commission des Finances de l'Assemblée Nationale, n°807(XII^{ème} législature).

2. les agences de notation d'OPCVM, qui produisent une notation quantitative des performances passées et une notation qualitative de leur société de gestion en vue de fournir une opinion sur la capacité de la société, en termes de moyens opérationnels, humains et financiers. Cette activité est à distinguer d'une activité de simple classement des performances passées des OPCVM. Elle est réalisée selon une méthodologie standardisée au sein de chaque agence, en principe rendue publique. Elle peut conduire à la publication d'une opinion sous forme de note ;
3. les agences de notation extra-financière qui affichent une activité de notation des stratégies et comportements des entreprises dans les domaines couverts par le concept général de « développement durable » : politique sociale, environnement, gouvernement d'entreprise. Elles ne rendent pas, ou très peu souvent, leurs notes publiques (cf. présentation synthétique en annexe V).

Toutes ces entités déclarent exercer une activité d'évaluation indépendante et spécialisée dans un domaine particulier, réalisée selon une méthodologie propre à chaque agence, rendue ou non publique, et conduisant à l'émission d'une opinion sous forme de note. L'indépendance qu'elles affichent tient principalement à l'absence de liens en capital avec des entreprises notées ou candidates à la notation, à l'absence de relation d'affaires autre que la publication de notation, des études financières ou des services d'évaluation de projets stratégiques, et à des règles et procédures internes destinées à prévenir les conflits d'intérêts. Toutes ces entités sont unanimes à considérer que leur intervention ne peut être assimilée ni à une recommandation d'investissement, ni à un conseil, ni à un audit ou une certification.

Compte tenu du contexte à l'origine de la mission d'observation confiée par le législateur à l'AMF du fait que la loi demande en particulier un état de "l'impact" de l'activité des agences de notations "sur le marché et les émetteurs", le rapport de l'AMF pour l'année 2003 porte exclusivement sur l'activité de notation financière ou notation de crédit. Le choix a également été fait, à ce stade, d'exclure de son champ les activités dites de « scoring » exercée dans le domaine de l'assurance crédit, dans la mesure où leurs notes ne sont pas rendues publiques et ne sont dès lors pas susceptibles d'avoir directement un « impact sur le marché ».

L'AMF a cependant l'intention de procéder à une nouvelle analyse de ce périmètre d'étude, lors de la préparation de son prochain rapport. En particulier elle souhaite mener à horizon rapproché une revue précise des agences de notation d'OPCVM, dont le champ d'activité entre dans le domaine de responsabilité du régulateur en matière de gestion collective. L'AMF entend également s'intéresser plus avant aux agences de notation extra-financière et notamment celles intervenant dans le domaine du développement durable et socialement responsable, certains mettant en avant un lien, encore à valider, entre notation extra-financière et performance financière du titre.

S'agissant du périmètre géographique, le rapport pour l'année 2003 porte sur la notation des émetteurs français, du secteur public ou privé, dont les instruments financiers sont cotés sur un marché réglementé français ou ont fait l'objet d'un appel public à l'épargne en France. Ce choix de périmètre, qui paraît seul pertinent pour la logique de ce rapport, n'a néanmoins pas été sans poser des difficultés d'ordre méthodologique pour la collecte des données auprès des agences. Il ne correspond en effet pas à la structure organisationnelle de celles-ci, qui pour la plupart ont un organigramme et un mode d'implantation géographique de leurs équipes qui répond davantage à une logique de

couverture européenne que d'adéquation à chaque marché national². L'ensemble des chiffres qui suivent, notamment en termes d'activité, d'effectifs ou de chiffres d'affaires, sont donc à lire avec la précaution nécessaire liée aux facteurs précités.

En ce qui concerne les agences couvertes par l'étude, l'ensemble des structures qui notent actuellement des émetteurs français ont été approchées, qu'elles soient représentées sous forme de bureau ou de filiale en France ou pas. Parmi celles-ci, trois agences non implantées en France (japonaise, américaine et canadienne) ont adressé des réponses à l'AMF qui l'ont conduite aux constats suivants :

- la part des entreprises françaises notées par ces agences est peu significative. L'une d'entre elles ne note qu'une seule société française. La plus active note 14 émetteurs français, sur un total de 1000 émetteurs notés.
- leurs méthodes et principes déontologiques généraux sont similaires à ceux affichés par les trois agences les plus actives et implantées en France.
- l'une des agences ne facture pas les émetteurs notés, que la notation se fasse sur la base d'informations publiques ou avec la participation de l'émetteur.

Pour l'ensemble de ces raisons, l'essentiel des constats et des analyses effectués portent en fait sur les trois agences dont l'activité est la plus significative et qui sont implantées en France, à savoir : Moody's, Standard & Poor's et Fitch.

2. La méthodologie retenue pour l'élaboration du rapport

Un questionnaire a été adressé par l'AMF aux agences de notation afin d'obtenir des données chiffrées et une description de leur activité, selon un mode déclaratif. Les réponses à ce questionnaire ont été complétées lors d'entretiens avec les agences présentes en France.

Le questionnaire, ainsi que les entretiens, ont porté sur la structure juridique, capitalistique, fonctionnelle et organisationnelle de chaque agence, sur les services proposés par chacune d'entre elles, sur leur clientèle, leur situation financière, leurs méthodes de travail, les problématiques déontologiques (conflits d'intérêt vis-à-vis des entités notées ou du marché), la transparence de leur méthodologie et sur les mesures éventuelles d'impact de leurs notations.

Les réponses des agences ont été en parallèle complétées par la prise en compte des points de vue des professionnels, notamment des sociétés cotées, de leurs représentants associatifs ainsi que des utilisateurs récurrents des notations (analystes-crédit travaillant sur la partie " risque bancaire", gérants obligataires et

² Ainsi, concernant plus spécifiquement les données statistiques publiques des véhicules de titrisation, les agences ont comptabilisé dans ce périmètre, à la demande de l'AMF, les véhicules de titrisation investis dans des actifs français ou à majorité française. Ces données comprennent donc nécessairement un certain nombre d'entités émettrices non françaises ou dont les titres ne sont pas cotés sur un marché réglementé français.

monétaires pour compte de tiers, analystes-crédit « buy-side » et « sell-side », organisateurs de syndication de dette obligataire sur le marché primaire).

Le plan du rapport suit très précisément la demande du législateur. Au-delà de la présentation du contexte international de la notation suivie de la définition de l'activité de notation, sont ainsi abordés successivement le marché français de la notation financière, le rôle et la valeur ajoutée des agences du point de vue des différents acteurs concernés, les règles déontologiques des agences de notation, la transparence des méthodes et enfin l'impact de l'activité des agences de notation sur les émetteurs et les marchés financiers.

I – LE CONTEXTE INTERNATIONAL DU RAPPORT

1. Les réflexions actuelles aux Etats-Unis

Née aux Etats Unis au début du 20ème siècle, la notation financière a été promue au rang de vecteur clé de sécurisation du marché depuis une trentaine d'années par la réglementation américaine. La notation est ainsi devenue un des principaux outils pour les décisions d'investissement et l'accès des émetteurs au marché des capitaux.

Les trois agences qui dominent ce métier, Fitch Inc., Moody's Investors Service Inc. et Standard & Poor's, toutes d'origine américaine, ont, aux Etats-Unis, le statut de "NRSRO" (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) et sont ainsi enregistrées auprès du régulateur fédéral américain. Une quatrième agence, canadienne, a obtenu ce statut plus récemment (Dominion Bond Rating Service Limited).

Lors de la faillite d'Enron, nombre d'acteurs du marché se sont essentiellement interrogés sur le défaut d'anticipation des agences. Dans ce contexte, les autorités américaines ont mené deux séries de travaux :

- des auditions des agences par les membres du Congrès ;
- une consultation publique lancée par la SEC sur le statut de NRSRO.

Dans son rapport sur l'analyse de la faillite d'Enron et les éventuelles lacunes de surveillance et de contrôle y ayant concouru, le Comité du Sénat sur les Affaires Publiques (*Senate Committee on Governmental Affairs*) relève, parmi les raisons pour lesquelles aucune des trois agences n'avait révisé à temps la note d'Enron, une insuffisante prise en compte des facteurs de long terme et notamment d'opérations financières très complexes, ainsi qu'un crédit trop important accordé à l'information diffusée par la société. Les agences de notation ont répondu que la fraude comptable restait un phénomène qu'elles ne pouvaient pas prévoir, ni en Europe ni aux Etats-Unis. Leurs analyses restent fondées sur les comptes audités et l'information transmise par les entreprises qu'elles notent, censée être sincère et véridique.

Le rapport s'interroge également sur l'adéquation du dispositif d'enregistrement et de supervision accompagnant le statut de NRSRO et sur le manque de responsabilisation des agences. Au regard de l'importance reconnue à la fois par les acteurs du marché et par la réglementation américaine à la notation par une NRSRO, le rapport estime que la simple référence faite par les agences à l'expression d'une opinion et au premier amendement de la constitution américaine n'apporte pas une réponse satisfaisante³. Il est à noter à cet égard que l'intitulé même du rapport qualifie les agences de notation de chiens de garde du secteur privé (« private sector watchdogs »).

A la demande expresse du législateur et en application de la section 702 (b) de la loi Sarbanes-Oxley, la SEC a publié en janvier 2003 un rapport⁴ sur :

³ « Financial Oversight of Enron and Private Sector Watchdogs », Report of the staff of the Senate Committee on Public Affairs, p.124: « The fact that the rating agencies have received first amendment protection for their work should not preclude greater accountability ».

⁴ Report on the Role and Functions of credit rating agencies in the operation of the securities market-US SEC January 2003 p.3

- le rôle des agences de notation dans l'évaluation des émetteurs,
- l'impact de ce rôle pour les investisseurs et le fonctionnement des marchés d'instruments financiers,
- les obstacles éventuels à la bonne appréciation (*appraisal*) par les agences de notation des ressources financières et des risques des émetteurs,
- les éventuelles barrières à l'entrée,
- les mesures qui peuvent être nécessaires pour améliorer la diffusion de l'information lorsque les agences annoncent leur notation,
- les conflits d'intérêts éventuels générés par l'activité des agences de notation et les mesures pour prévenir ou limiter les conséquences de tels conflits d'intérêts.

Ce rapport a été suivi par la publication, en juin 2003, d'un *concept release* dans lequel la SEC propose plusieurs modifications du statut de NRSRO et du contenu de ce statut, tant en ce qui concerne les critères de reconnaissance d'une agence comme NRSRO, que les modalités de surveillance des NRSROs par la SEC, les règles relatives aux conflits d'intérêts ou encore la transparence de la notation. Cette réflexion sur le statut de NRSRO est toujours en cours.

2. Les initiatives en cours des autorités internationales

Les évolutions futures au plan international vont essentiellement dépendre des travaux des régulateurs au sein de l'OICV ou du Comité de Bâle et de ceux engagés par les instances européennes.

2.1 Les principes de bonne conduite élaborés par l'organisation internationale des régulateurs boursiers (OICV)

En 2003, les régulateurs de différents pays membres de l'OICV se sont également intéressés à l'activité des agences de notation. Ils ont estimé que les agences jouaient un rôle important dans la plupart des marchés nationaux et internationaux, notamment en ce qu'elles réduisent, par la publication de leurs notes, l'asymétrie d'information entre émetteurs et investisseurs. Selon l'OICV, les problématiques que leur activité soulève dans le domaine de l'information et du traitement équitable des investisseurs méritent des réflexions en vue d'une démarche normative.

L'OICV a publié en septembre 2003 des Principes Généraux destinés en particulier à renforcer l'intégrité du processus de notation des agences et à contribuer à une plus grande indépendance de leurs analyses.

Ces principes concernent quatre grands thèmes : la qualité et l'intégrité du processus de notation (1), l'indépendance et la prévention des conflits d'intérêts (2), la transparence et l'opportunité de la diffusion des avis des analystes (3), la confidentialité des informations (4). Pour chacun de ces thèmes, un principe a été défini sous forme d'objectif :

1. Les agences doivent s'efforcer de publier leurs opinions de manière à contribuer à réduire l'asymétrie d'information entre l'emprunteur, le prêteur et les autres acteurs du marché.
2. Le processus de notation doit être indépendant de toute pression politique ou économique et de tout conflit d'intérêts lié à l'actionnariat ou à l'activité commerciale de l'agence ou des intérêts financiers de ses employés. D'une manière générale, les agences doivent, dans toute la mesure du possible, éviter toute

activité, procédure ou relation de nature à compromettre l'indépendance et l'objectivité de leur processus de notation.

3. Les activités des agences de notation doivent être guidées par un souci de transparence et de diffusion adéquate de leurs informations.
4. Les agences doivent garder le secret des informations non publiques transmises par les émetteurs ou leurs collaborateurs sur la base d'une clause de confidentialité ou, à défaut, d'un accord mutuel sur le caractère confidentiel de ces informations.

L'OICV n'a pas exigé la transposition de ces principes dans l'arsenal juridique de ses membres. L'opportunité de favoriser l'autorégulation ou, au contraire, de prendre des mesures réglementaires est laissée à l'appréciation de chacun.

Pour autant, l'OICV a décidé d'aller plus loin dans son travail et a fait connaître en février 2004 sa décision d'élaborer un code de conduite applicable aux agences de notation. L'objectif de ce code est d'offrir aux agences de notation un soutien détaillé et spécifique qui les guide dans la mise en œuvre des principes OICV.

Le code se décline autour de quatre thèmes, reprenant en cela l'articulation des principes : la qualité et l'intégrité du processus de notation, la prévention des conflits d'intérêts, les modalités de diffusion des notations et le traitement de l'information confidentielle par les agences.

Intitulé « Eléments fondamentaux du Code de bonne conduite des agences de notation de crédit », le code propose une série de mesures qui devront être prises en compte par les agences dans l'élaboration de leur code de bonne conduite et engage ces dernières à instaurer des mécanismes de surveillance qui leur permettent d'en suivre la bonne application. Le contrôle de la prise en compte du code de conduite par les agences est cependant laissé à la discrétion des régulateurs domestiques, en fonction de leur environnement législatif et réglementaire, ceci afin de préserver, tout comme pour les principes, la flexibilité du processus de régulation.

Au cours de ses travaux, l'OICV a reçu la contribution des agences de notation, des autorités de supervision bancaire (Comité de Bâle) et des autorités de supervision des assurances (IAIS). L'Organisation a également procédé, au mois d'octobre, à une consultation afin de recueillir les commentaires du public. L'OICV a reçu à cette occasion les avis de nombreux acteurs du marché, tant à titre individuel que par le biais de leurs organisations professionnelles. Le 23 décembre 2004, l'OICV a publié la version finale des « Eléments fondamentaux du Code de bonne conduite pour les agences de notation de crédit ».

Le projet du code soumis à la consultation publique figure en annexe I de ce rapport.

2.2 Les règles établies par les autorités prudentielles bancaires

La réforme des règles prudentielles bancaires en matière d'exigence de fonds propres

La Commission européenne a adopté le 14 juillet 2004 une proposition de directive visant à modifier la directive bancaire 2000/12/EC et la directive 93/6/EEC (adéquation du capital des établissements de crédit et des entreprises d'investissement). Elle met en œuvre, au niveau de l'Espace économique européen, le nouveau cadre international

de mesure des exigences de fonds propres défini par le Comité de Bâle, en juin 2004 (communément appelé Bâle 2).

Un des principaux objectifs de cette réforme du ratio de solvabilité est de rendre l'exigence en fonds propres des banques plus sensible à leurs risques et à leurs activités. Cette évolution améliore significativement la réglementation actuelle qui souffre d'un système de pondération des risques de crédit relativement fruste. A cet objectif premier, s'ajoute celui d'inciter les banques à améliorer les systèmes de mesure et de gestion de leurs risques tout en renforçant le rôle des contrôleurs bancaires et de la discipline de marché. La finalité de cette réforme reste de renforcer la solidité du système financier international en assurant l'égalité des conditions de concurrence.

Des pondérations fondées sur des évaluations plus fines des risques bancaires

Pour pondérer plus finement les risques sur leurs contreparties (les émetteurs souverains, les banques, les collectivités locales, les entreprises...), deux possibilités sont offertes aux banques : soit elles décident d'utiliser un système d'évaluation interne de leurs risques (« approche des notations internes »), soit elles ont recours à des organismes externes d'évaluation du crédit (« approche standard »). Il appartient aux superviseurs bancaires de reconnaître ces organismes, dont les évaluations seront utilisées pour calculer leurs exigences réglementaires.

Le champ des «organismes externes d'évaluation du crédit » (OEEC, ou ECAI en anglais) est *a priori* plus large que celui des agences de notation. Il pourra s'agir éventuellement d'assureurs-crédit qui fournissent souvent des évaluations de contreparties spécifiques. Les organismes publics dont les missions sont variées et qui n'ont pas d'objet social, pourront également être admis. Par ailleurs les organismes de crédit à l'exportation ne peuvent être reconnus qu'aux fins d'évaluation des risques sur les souverains.

La reconnaissance des organismes externes d'évaluation du crédit

La reconnaissance en elle-même demeure à la charge des superviseurs nationaux et s'effectue selon des critères harmonisés, énoncés dans la proposition de Directive. Les superviseurs nationaux sont chargés de vérifier si les organismes d'évaluation s'inscrivent dans le cadre méthodologique suivant :

- la plus grande objectivité doit caractériser le processus d'attribution des notes : rigueur, continuité et surtout validation interne fondée sur des historiques.
- une indépendance absolue doit présider à l'évaluation. Elle doit être vérifiée par les autorités de supervision au regard de l'actionnariat, de l'organisation de la structure, des ressources financières, du personnel et du dispositif de gouvernance.
- une maintenance très régulière des notes attribuées doit être mise en oeuvre ainsi que de la méthodologie de notation elle-même.
- la méthodologie retenue pour chaque segment de marché doit se fonder sur un *back-testing* d'au moins un an et des contacts avec la direction des entreprises notées.
- les principes méthodologiques de la notation doivent être l'objet de publications.

En sus de cette vérification de conditions méthodologiques, les autorités devront également vérifier que :

- les notes attribuées sont reconnues par le marché comme crédibles. Ceci sera apprécié en prenant en considération la part de marché, les ressources financières de l'institution et l'usage qui peut être fait de ces notes pour effectuer des évaluations ;
- les notes attribuées sont reconnues par leurs utilisateurs comme fiables ;
- les notes sont accessibles équitablement entre toutes les parties ayant un intérêt légitime, c'est-à-dire les établissements de crédit, y compris ceux ne relevant pas du territoire national.

L'objectif est d'établir la table de passage entre l'échelle de notes de l'OEEC et la grille des pondérations prudentielles représentatives du risque de crédit (processus dit de *mapping*). Cette responsabilité incombe aux superviseurs.

Pour sa part, la démarche française devrait reposer sur un système en premier lieu déclaratif sur la base d'un questionnaire à remplir par les institutions concernant leur méthodologie. Outre la méthodologie, l'OEEC devra démontrer les critères qualitatifs d'indépendance et de transparence. Des entretiens avec les OEEC permettront de conforter une compréhension commune des réponses apportées au questionnaire. Ce processus de reconnaissance s'inscrit dans le cadre de l'harmonisation des pratiques européennes. Le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB, "CEBS" en anglais) travaille en effet à la convergence de l'interprétation des critères de reconnaissance et de leur mise en oeuvre. Celle-ci reste strictement cantonnée à la validité d'ensemble du dispositif ainsi qu'au sérieux et à la transparence de ces entités, sans impliquer aucune validation individuelle des notes attribuées. Les préconisations pratiques du CEBS seront portées à la connaissance de CESR, doté d'un mandat par la Commission européenne en vue de réfléchir à l'encadrement approprié des agences de notations, et en vue d'établir toute collaboration utile entre les deux comités de niveau 3.

2.3 Les prises de position du Parlement européen et de la Commission européenne

Des réflexions ont été engagées par le Parlement européen en 2003 et ont abouti, au début de l'année 2004, à l'adoption d'une résolution sur le rôle et les méthodes des agences dont le texte figure en annexe II du présent rapport.

Le Parlement européen a mandaté la Commission européenne en vue d'examiner la nécessité éventuelle d'une réglementation des agences de notation d'ici au 31 juillet 2005. Ce document invite la Commission Européenne à porter notamment sa réflexion sur la création d'une Autorité européenne d'enregistrement des agences. Le Parlement a engagé la Commission à maintenir des contacts avec les régulateurs de marché et l'OICV pour s'assurer que les développements dans ce secteur sont globalement cohérents. En mars 2004, la Commission a annoncé les quatre sujets essentiels qui lui semblaient devoir être au cœur de cette entreprise réglementaire :

- le degré de concentration qui caractérise le marché de la notation ;
- la prévention des conflits d'intérêts au sein des agences de notation ;
- la transparence des méthodologies d'évaluation des agences de notation ;
- le traitement de l'information confidentielle par les agences.

2.4 L'avis technique en cours d'élaboration par le Comité des régulateurs européens (CESR)

La Commission européenne a demandé à CESR de lui fournir un avis technique sur ce sujet pour le 1^{er} avril 2005. En juillet 2004, CESR a mis en consultation publique son projet de mandat et a constitué un groupe d'experts⁵ présidé par la Directrice générale de la Commission des valeurs suédoise. Ce groupe coordonne ses travaux avec ceux du Comité européen des autorités bancaires de supervision (CEBS) et de l'autorité de régulation américaine, la SEC.

L'avis technique qui sera présenté à la Commission européenne abordera les sujets suivants :

- l'enregistrement des agences de notation au niveau européen et l'accès à la profession ;
- les conflits d'intérêts que peuvent rencontrer les agences ;
- les méthodologies et la présentation des notations ;
- les relations entre émetteurs et agences de notation.

Pour chacun de ces sujets, le groupe d'experts s'attachera à décrire la situation existant dans les Etats membres et présentera, sous forme d'alternatives, les solutions en termes de réglementation ou de régulation qui pourraient être retenues.

Pour mener à bien son travail, le groupe a déjà organisé deux séminaires début octobre, afin de recueillir les commentaires des agences de notation et des différents acteurs du marché, émetteurs, intermédiaires et investisseurs. Le 30 novembre 2004, CESR a lancé une consultation, ouverte jusqu'au 1^{er} février 2005, sur des possibles approches réglementaires concernant les agences de notation. D'autre part, le 14 janvier 2005, une audition publique s'est tenue dans les locaux de CESR à Paris.

3. Les prises de position récentes des professionnels du marché

Aux discussions lancées par les autorités s'ajoutent un certain nombre de prises de positions qui ont été extériorisées par les acteurs du marché eux-mêmes. Ainsi, l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise (AFTE), en collaboration avec deux autres associations de trésoriers (Association of Corporate Treasurers au Royaume-Uni et Association for Financial Professionals aux Etats Unis), a rendu public début 2004 un projet de « Code de bonnes pratiques pour les participants au processus de notation ».

Ce code, mis en consultation publique jusqu'au 31 mai 2004, montre la convergence des positions des responsables financiers des émetteurs des trois pays sur la question des relations entre émetteurs et agences de notation.

Il traduit, pour ses auteurs, la volonté de privilégier une solution souple et efficace à travers un code de bonnes pratiques qui ferait partie intégrante du contrat entre un émetteur et la ou les agences.

⁵ Pays représentés : Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Allemagne, Espagne, Belgique, France, Italie. Le Comité européen des autorités bancaires de supervision (CEBS) est observateur.

Ce projet de code traite à la fois des droits et obligations des agences et des émetteurs, ainsi que du rôle attendu des régulateurs. S'agissant des agences, le code comporte des recommandations visant à améliorer la transparence du processus de notation (transparence de la méthodologie, annonce préalable de tout changement de méthodologie) à assurer la protection des informations non publiques fournies aux agences, à promouvoir la mise en place de procédures visant à prévenir d'éventuels conflits d'intérêts et à améliorer la communication avec les émetteurs et le marché.

L'AFTE suggère notamment qu'un laps de temps minimum (d'environ quatre heures) intervienne entre la transmission à l'émetteur du projet de communiqué et sa publication effective afin de permettre à la société d'adapter, le cas échéant, sa communication publique.

De son côté, en juin 2003, l'agence de notation Moody's a diffusé un projet de document intitulé " Principles of Business and Professional Practice for Credit Rating Agencies " (Principes d'éthique professionnelle pour les agences de notation de crédit) auprès de plusieurs régulateurs, dont l'AMF, de législateurs et d'organisations professionnelles sectorielles. Ce document aborde plusieurs des questions étudiées par la SEC, l'OICV et la Commission européenne. Moody's a adopté plusieurs de ces principes d'éthique par le biais de procédures internes qui ont été rendues publiques.

L'agence de notation Standard and Poor's a également pris l'initiative de rendre public, en septembre 2004, un code de bonne conduite ("Code of practices and procedures"). Ce texte a vocation à regrouper en un document unique les principes et méthodes appliqués par Standard and Poor's afin de garantir l'indépendance, l'objectivité et la crédibilité du processus de notation. Il décrit ce processus ainsi que les modalités de diffusion de l'information et traite des questions d'indépendance, de confidentialité et de conflits d'intérêts - en réponse aux questions posées sur le fonctionnement des agences de notation.

II – LA DEFINITION GENERALE DE L'ACTIVITE DE NOTATION

1. L'objet de la notation

Selon les termes de l'OICV, il convient d'entendre par "agence de notation de crédit" une entité dont l'activité est la publication de notations de crédit à des fins d'évaluation du risque de crédit d'émetteurs ou de titres de créances ou assimilés. Le risque de crédit correspond au risque qu'un émetteur ne soit pas en mesure d'assurer le paiement des intérêts et/ou du principal d'une créance. Une entité ne sera toutefois pas considérée comme une agence de notation de crédit si elle fonde exclusivement ses notations sur l'analyse statistique.

La notation, telle que pratiquée par les agences couvertes par le rapport, concerne à la fois des émetteurs (entreprises, établissements de crédit, sociétés financières, collectivités locales, établissements publics, compagnies d'assurance et Etats souverains), des véhicules de titrisation, et tous les types de dette financière (certificats de dépôts, billets de trésorerie, obligations de premier rang ou subordonnées, prêts bancaires, ainsi que certains titres hybrides).

L'analyse donnant lieu à la notation se fait sur la base d'informations publiques ou non, fournies ou non par les émetteurs. Elle n'inclut pas de travail d'audit, de vérification ou de certification des données transmises. Les agences soulignent qu'à la différence d'une analyse financière, la notation ne constitue pas non plus une recommandation d'acheter, de conserver ou de vendre un titre de dette. Les agences de crédit ne portent pas non plus d'opinion sur l'évolution du cours des actions des émetteurs notés.

2. La typologie des notes

Les différents types de note ou opinion peuvent être :

- Une note portant sur un émetteur (dite note de référence) : elle fait connaître, même en l'absence d'une émission de titres, la capacité d'une entreprise à faire face en temps et en heure à l'ensemble de ses obligations au titre de sa dette.
- Une note portant sur une émission de titres : elle concerne un titre spécifique émis sur le marché et fait connaître la capacité de paiement en temps et en heure de la totalité du principal et des intérêts d'une dette précise.

Une mention spécifique doit être faite sur les notes relatives aux véhicules de titrisation. L'exercice de notation de leurs émissions est intrinsèquement lié à la structuration de l'opération. Cette opération qui prend généralement la forme d'une cession d'actifs par l'entreprise cédante à un véhicule de refinancement a en effet pour objectif central un rehaussement du niveau de la notation et un abaissement correspondant du coût de financement par rapport aux niveaux que pourrait atteindre le cédant sur la base de son seul bilan.

Outre la notation elle-même, les agences font état de "*perspectives*" et de "*mises sous surveillance*".

- a) Les perspectives de notation reflètent le pronostic des agences – positif, négatif, stable ou évolutif – concernant l'évolution probable de la qualité d'une signature à moyen terme, à un horizon de deux à trois ans chez S&P, de douze à dix-huit mois chez Moody's et de dix-huit mois chez Fitch. Elles sont habituellement modifiées lorsqu'une évolution du profil de risque de l'emprunteur n'est pas considérée comme assez durable pour justifier un changement de note. Cette qualification ne constitue pas un changement prévu de note, mais le signal d'une probabilité d'évolution.
- b) L'inscription sur une liste de surveillance (*watch list*). Elle consiste à indiquer quelles sont les notations soumises à court terme à une révision ultérieure. Selon la nature de l'événement qui la provoque, la surveillance peut avoir une implication positive, négative ou bien, plus rarement, d'une mise sous surveillance avec direction incertaine. Cependant une note peut être relevée ou abaissée sans mise sous surveillance préalable. Une signature sera retirée de la liste de surveillance lors du relèvement, de l'abaissement ou de la confirmation de la notation.

Les relations entre l'émetteur et l'agence peuvent suivre deux modèles :

- la notation avec participation plus ou moins active de l'émetteur, suivant que c'est celui-ci ou l'agence qui en a pris l'initiative ;
- et la notation « non sollicitée ».

La définition communément admise par les agences de la notation non sollicitée est celle d'une note attribuée sur l'initiative de l'agence sans que l'emprunteur ne l'ait formellement demandée, ne donnant pas lieu à facturation de la part de l'agence et surtout sans participation de l'émetteur au processus de notation. L'agence doit donc uniquement travailler à partir de données publiques. La pratique de la notation non sollicitée s'est marginalisée depuis quelques années. Sur les deux agences ayant déclaré poursuivre cette pratique, les notes non sollicitées demeurent rares, entre 3,5 % et 14,3% des émetteurs notés. Ces notations non sollicitées sont concentrées uniquement dans le secteur industriel pour une agence et dans le secteur des assurances pour la seconde. Les agences indiquent clairement qu'elles ne cherchent pas à développer cette activité. Fitch précise néanmoins qu'elle ne s'interdit pas de recourir à des notations non sollicitées pour répondre aux besoins des investisseurs. Moody's précise, quant à elle, qu'elle a arrêté cette activité depuis 2000.

Fitch et Standard and Poor's déclarent en revanche pratiquer des notations de leur propre initiative mais avec la pleine coopération de l'émetteur (et accès en conséquence à des informations non publiques) tout en ne donnant pas pour autant lieu à facturation. Dans de tels cas de figure, l'initiative et la demande de notation n'émanent pas de l'émetteur, d'où absence de facturation, mais l'émetteur choisit de coopérer pleinement avec l'agence par crainte qu'une absence de collaboration de sa part conduise à une note inférieure à celles déjà obtenues auprès d'autres agences. Suivant les agences, cette catégorie de notation hybride est sans doute moins négligeable que la notation non sollicitée sur simples données publiques.

Chaque agence de notation financière possède son propre système de notation. Schématiquement, les notes s'établissent de triple A à D avec des échelons intermédiaires. Les trois agences pratiquent deux types de notation : une notation de long terme, qui s'applique à l'endettement dont la maturité initiale est supérieure à un an, et une notation de court terme (maturité inférieure à un an). Les notes d'endettement à long terme sont composées de lettres majuscules chez Fitch et Standard & Poor's ; chez Moody's, les lettres sont en majuscules et minuscules. On observe qu'une agence ne publie pas de notes long terme d'une dizaine d'émetteurs du secteur de l'assurance mais affiche publiquement une notation de type long terme qu'elle qualifie elle-même de *Insurer Financial Strength*. Les *Insurer financial strengths* sont des notes de solidité financière, équivalentes aux notations dites *intrinsèques* des banques⁶.

L'échelle de Fitch et S&P est affinée en ajoutant aux notes des signes + ou – signalant que l'émetteur se trouve plutôt dans le haut ou dans le bas de la classe attribuée. De manière semblable, l'échelle Moody's affine chaque note d'un coefficient numérique 1, 2 ou 3 (à l'exception de Aaa). Ainsi, par exemple, Moody's éclate la note Baa en Baa1, Baa2, Baa3.

Enfin, une équivalence peut être également établie entre les agences car leurs notes sont classées en deux catégories « *investissement* » et « *spéculatif* », (Cf. tableau annexe VIII). La catégorie investissement va de Aaa à Baa3 pour Moody's, de AAA à BBB- pour Standard & Poor's et Fitch. Les dettes plus risquées, dites spéculatives, sont notées de Ba1 à C pour Moody's, de BB+ à D pour Standard & Poor's, et de BB+ à DDD pour Fitch.

Les échelles de notation court terme sont beaucoup plus resserrées et comportent entre cinq et sept crans. Pour l'endettement à court terme, la terminologie est différente : « prime-1 » jusqu'à « prime-3 », pour la catégorie investissement de Moody's et « non prime » pour le spéculatif, correspondant à A-1+, A-1, A-2, A-3, puis B, C, D chez Standard & Poor's et enfin à F1, F2, F3, puis B, C, D pour Fitch (cf tableau en annexe VIII Typologie des notes à long terme).

3. Les méthodes de tarification

La notation financière a pour clients ou utilisateurs possibles :

- les émetteurs, qui décident de solliciter une notation pour mieux diffuser l'information relative à leur risque de crédit et ce faisant obtenir un accès plus facile à une base d'investisseurs élargie ;
- des investisseurs, pour qui les notations constituent une information agrégée sur la qualité d'une créance. Fréquemment, les gestionnaires institutionnels (d'OPCVM, de compagnies d'assurance...) sont soumis à des directives internes de gestion de portefeuille qui les limitent à des émetteurs ou à des émissions bénéficiant d'un niveau minimal de notation (le plus souvent *investment grade*) pour sécuriser et/ou faciliter leur gestion ;
- des prêteurs bancaires ou fournisseurs dans le cadre du crédit inter entreprises qui ajustent leur exposition ou leur niveau de rémunération en fonction du degré de risque de défaut de leur client.

⁶ Moody's avait introduit ces notes de solidité financière en 1994 pour répondre à un besoin de certains utilisateurs de la notation, à savoir les intervenants du marché interbancaire et les départements d'analyse de contreparties qui demandaient fréquemment ce que serait la notation d'un établissement sans les éléments de risque ou support externe (ex : qualité des actionnaires et/ou spécificités nationales comme les mécanismes de solidarité de place dans le secteur bancaire français).

Au début des années 70, les agences ont décidé de faire supporter aux émetteurs le coût de la notation. Il s'est agi d'un changement radical dans la nature des relations entre les agences et leurs clients, puisque celles-ci étaient auparavant rémunérées exclusivement par les investisseurs pour l'information qu'elles leur fournissaient, d'où leur statut, le plus souvent, d'agence de presse. Les émetteurs assurent aujourd'hui au moins les quatre cinquièmes des revenus des agences.

Les trois agences adoptent les mêmes principes de tarification en France que dans les autres pays. Suivant les caractéristiques des instruments financiers notés les modalités de tarification varient. Une émission obligataire sera facturée en une seule fois sur la base des montants levés (en moyenne entre 3 points de base et 3,75 points de base selon les agences), avec des plafonds moyens autour de 300 000 euros. En revanche, la tarification des programmes de billets de trésorerie et de certificats de dépôts est évaluée sur une base annuelle (en général la date anniversaire des programmes), avec parfois des frais trimestriels en fonction des montants levés. Pour les produits structurés, la facturation est liée à la fois à la taille de l'émission mais également à la complexité du montage. La tarification peut varier entre 1 et 3 points de base selon que l'émission est supérieure ou non à 1 milliard d'euros. A ces frais variables s'ajoutent généralement, lors de la première notation, des frais fixes pouvant s'élever jusqu'à 100 000 euros selon les agences. Enfin, pour les émetteurs réguliers, les coûts d'utilisation d'une notation peuvent être abaissés jusqu'à 80 % selon les montants émis.

4. Le mode de diffusion de la notation

Pour les trois agences, le mode de diffusion signifie publication par communiqué de presse d'une note accompagnée d'un commentaire, reprise sur leur site Internet et envoi du rapport d'analyse détaillé aux abonnés.

Une prestation de première notation est rendue publique si l'émetteur en est d'accord. Dans cette hypothèse, elle inclut toujours, pour toutes les agences, un suivi de la note et par conséquent des réajustements dans le temps qui sont, eux, à la différence de la première note, toujours publiés, quel que soit l'avis de l'émetteur.

Les trois agences ont indiqué fournir également des prestations de notation initiale privée ou « semi-privée ». Il s'agit de notes réservées à l'usage interne de l'émetteur, voire réalisées pour les besoins de placements privés ou de titrisation auprès d'investisseurs qualifiés. A la demande de l'émetteur, elles peuvent faire l'objet d'un suivi confidentiel. Avec l'accord de l'émetteur, elles peuvent par la suite être rendues publiques. Pour 2003, l'une d'elles comptabilise 12 notes non publiques suivies pour des émetteurs ; la seconde en comptabilise 10, la troisième 5. Cette activité représente 4 % à 5 % du nombre de notes déclarées par les agences. Concernant les financements structurés, le nombre de ces notes confidentielles est plus élevé entre 10 et 50 selon les agences.

Si pour toutes les agences, la publication d'une notation non sollicitée n'est généralement pas une surprise pour l'émetteur puisque les agences proposent toujours à l'émetteur de participer au processus de notation, une des plus importantes divergences entre les agences sur cette pratique réside dans le mode de communication au marché. Deux agences en informent le marché soit en accompagnant la note concernée d'un "PI" signifiant *information publique*, et dans certains cas en adossant au suffixe PI un A, ce qui donne API dans le cas où le processus serait plus interactif entre l'agence et l'émetteur, soit en décidant d'ajouter dans ses communiqués de presse "que cette note est attribuée sur l'initiative de l'agence". Plus récemment (2004), une des agences a également décidé d'indiquer publiquement la non-participation de l'émetteur au processus de notation.

En sens inverse, certaines agences mettent en avant les risques liés à l'accès à des informations non publiques communiquées par l'émetteur.

Enfin, les notes établies à l'initiative de l'agence et avec participation au moins partielle de l'émetteur ne sont pas identifiées comme telles. Dès lors qu'un émetteur participe au processus de notation, celle-ci sera considérée par l'agence comme une notation sollicitée et extériorisée comme telle, l'agence considérant que la qualité de la note étant, dans les deux cas, identique grâce à la participation de l'émetteur.

5. La proposition de services auxiliaires à la notation publique

Outre l'activité de notation *stricto sensu*, les agences fournissent à leurs divers clients des prestations complémentaires, parmi lesquelles :

- la diffusion des rapports complets d'analyse relatifs aux notations à destination d'investisseurs et de professionnels des marchés financiers, le plus souvent « abonnés ». Cette prestation constituerait une source de revenu annexe, très inférieure à celle issue de la facturation aux émetteurs (90/10 selon les précisions fournies par une agence, les deux autres agences ne pouvant fournir aucune donnée chiffrée sur cette répartition pour l'activité France en raison de leur organisation sur une base « Monde » et « Groupe »).
- l'accès à des bases de données, à des outils de recherche et de modélisation sur le risque de crédit. Selon certains professionnels contactés, l'une des trois agences observées aurait une démarche commerciale de plus en plus active pour proposer ces prestations. L'une des agences précise que l'activité de fourniture de logiciels financiers, de formation au crédit et de modèles d'évaluation du risque de crédit à des tiers a été filialisée par la maison mère dans une entité distincte qui n'a pas le statut d'agence de notation.
- des services d'information généraux. Les agences interrogées fournissent également des services d'information, d'analyse macro-économique ou sectorielle tels que par exemple : analyse des conséquences des événements d'actualité, des tendances et de l'évolution des marchés sur la situation du crédit, études sur les défauts de paiement (sectorielles). Ces services se présentent sous forme de lettres d'information, de conférences.
- les services d'évaluation de projets stratégiques "*Rating Assessment service*" : deux agences sur trois indiquent proposer cette option connexe au service de notation et avoir fourni de telles prestations en 2003. Ce service consiste à donner une opinion sur le niveau possible d'une note compte tenu de scénarii définis par la société (acquisition ou cession par exemple). Il ne donne pas lieu à la publication d'une opinion. Cette activité donne lieu à une facturation spécifique. Les agences concernées se réservent la possibilité de modifier la note attribuée après la réalisation effective de l'opération, au regard des faits et circonstances réels au moment de la prise de décision.

Les agences soulignent que cette activité se distingue du service de *rating advisory* fourni par les banques en ce qu'elles ne conseillent pas les émetteurs sur les moyens ou schémas de financement à mettre en œuvre pour obtenir ou conserver un certain niveau de note. Cependant, considérant que "dans certains cas de figure, une demande d'un émetteur peut créer un niveau de conflit inapproprié pour [l'agence]", l'une d'entre elles indique s'abstenir de proposer ce service à des émetteurs, notamment en cas d'opération susceptible d'être considérée comme hostile. Une autre agence qui se livre à ce type de prestations, insiste sur la nécessité de gestion des informations confidentielles. Pour ce faire elle met en place des murailles de Chine entre les deux activités, en assurant la constitution d'équipes d'évaluateurs *ad hoc* sur le projet, notamment dans le cas d'une acquisition hostile, où les agences doivent assurer une protection adéquate des informations confidentielles relatives à ses clients. De même l'analyse sera entreprise sans notification à la cible. L'information à considérer sera celle fournie par l'acheteur potentiel, l'équipe d'évaluateurs ne sera pas autorisée à étudier les données du dossier de notation de la cible et les analystes s'abstiennent de valider les informations reçues de l'acquéreur potentiel. Pour la troisième agence, la constitution même d'équipes dédiées au projet recèle au contraire le risque que les analystes ne soient pas familiers avec le secteur, entraînant éventuellement des erreurs d'appréciation. Ainsi, pour garantir la qualité de la prestation, des analystes indépendants au dossier sont également entendus lors du comité de notation.

Conclusions

L'objet, la typologie, la méthode de tarification et les moyens de diffusion de la notation sont relativement similaires d'une agence à l'autre. Des spécificités existent néanmoins sur la pratique et le mode de communication des notations non sollicitées ainsi que sur les conditions de prestation et de gestion interne des services d'évaluation de projets stratégiques. Une réflexion devrait être conduite sur la nécessité de mieux harmoniser ces pratiques entre agences à l'avenir.

III – LE MARCHÉ FRANÇAIS DE LA NOTATION FINANCIÈRE

1. La population des émetteurs notés

1.1 Le nombre et la répartition sectorielle des notes de référence

Les trois agences de notation couvrent chacune entre 140 et 220 émetteurs français. En 2003, si l'on se réfère au nombre d'émetteurs notés, les parts de marché de chaque agence sont respectivement de 56 %, 50 % et 37 %⁷.

Si l'on prend en compte la multi-notation, c'est-à-dire le fait que des entreprises soient notées par plusieurs agences (cf. *infra*), ce sont donc 387 émetteurs français en 2003 qui ont fait l'objet d'une notation par au moins une agence. La majorité des émetteurs (52%) appartient au secteur des banques et sociétés financières, les entreprises industrielles et commerciales occupant une place beaucoup plus modeste, de l'ordre de 25%. Cette hiérarchie reflète la structure du marché de la dette française, où les émissions des institutions financières occupent une place plus importante que celles des entreprises.

En revanche, au niveau individuel, des disparités sont observées entre les agences de notation : une des agences concentre son activité à 68 % sur le secteur des banques et sociétés financières. Pour les deux autres la couverture sectorielle est relativement homogène entre les secteurs avec une pondération certes plus forte pour le secteur des banques et sociétés financières (entre 40 % et 50 % du total) mais avec une meilleure couverture des sociétés industrielles (aux alentours des 30 %).

Répartition sectorielle des émetteurs notés (hors véhicules de titrisation)

Nombre total d'émetteurs notés	Assurances	Banque (y compris Sociétés Financières)	Collectivités Locales	Sociétés Industrielles et commerciales
387	36	205	51	95

Sur les 387 émetteurs français notés, 221 (soit plus de 57 %) peuvent être considérés comme des filiales d'un groupe français également noté ou des filiales françaises de groupes étrangers. Ces groupes français, dont les filiales sont notées, sont au nombre de 78 (soit une moyenne de près de trois filiales par groupe). Cette moyenne couvre une réalité différente : pour 73 % de ces groupes une seule filiale leur est associée. En revanche, neuf d'entre eux possèdent en moyenne plus de 15 filiales faisant également l'objet de notation (on retrouve parmi eux, le Crédit agricole, le groupe Banques populaires, le groupe Crédit immobilier, AXA, la Caisse centrale du crédit mutuel, la Banque fédérale des banques populaires, la Caisse des dépôts et consignations et le Crédit industriel et commercial). Si l'on procède à un regroupement, c'est-à-dire une comptabilisation des émetteurs appartenant à un même groupe ou ensemble économique comme une entité unique, la répartition sectorielle est très différente puisque c'est le secteur des entreprises industrielles et commerciales qui est dès lors le plus représenté avec plus de 40 %, suivi du secteur des collectivités locales (30 %) et enfin les secteurs bancaires (23%) et des assurances (6 %).

⁷ Si l'on raisonne en termes de nombre total de notes émises sur des émetteurs français, alors deux agences détiennent chacune une part de marché de 37,5 %, la troisième agence détenant 25 %.

Répartition sectorielle des entités notées après regroupement⁸

Nombre total d'entités notées après regroupement	Assurances	Banque (y compris Sociétés Financières)	Collectivités Locales	Sociétés Industrielles et commerciales
166	10	38	51	67

1.2 Le poids des groupes français notés en terme de capitalisation boursière

Plus de 37 % des entités notées (après regroupement), soit 62 émetteurs, font l'objet d'une cotation en bourse, sur le premier marché parisien exclusivement. Ces émetteurs cotés appartiennent, pour presque 80% d'entre eux, au secteur industriel. En nombre, ils ne représentent que 8 % des sociétés françaises cotées⁹ à Paris (dont 37 appartiennent à l'indice CAC 40). En revanche, en termes de capitalisation boursière, leur poids est très significatif puisqu'ils représentent plus de 71 % de la capitalisation des sociétés françaises cotées à Paris¹⁰ et plus de 94 % de l'indice CAC 40¹¹.

1.3 L'activité de notation de véhicules de titrisation en France

Si l'on tient compte de la multi-notation, c'est-à-dire le fait que les véhicules de titrisation puissent être notés par plusieurs agences, on dénombre 110 véhicules de titrisation français fin 2003 qui font l'objet d'une notation par au moins une agence. Ces véhicules représentent un montant d'émissions d'environ 75 milliards d'euros.

Les trois agences de notation couvraient individuellement entre 49 et 84 véhicules de titrisation français¹² fin 2003. Si l'on estime des parts de marché à partir du nombre total de véhicules de titrisation, une agence détient environ 76 % du marché et les deux autres détiennent respectivement 46 % et 45 %¹³.

En 2003, les véhicules de titrisation d'actifs français ou à majorité français sont consacrés pour 35 % d'entre eux aux opérations sur prêts à la consommation ou créances commerciales (Asset Backed Securities ou ABS), à la titrisation de prêts hypothécaires aux particuliers (Residential Mortgage Backed Securities ou RMBS) pour 29%, le solde se répartissant entre la titrisation de créances de court terme (Asset Backed Commercial Paper ou ABCP, 15 %), la titrisation de portefeuille de risques de crédit sur entreprises (Collateralised Debt Obligations ou CDO/CLO/CBO, 12

⁸ Sont considérés dans ce périmètre à la fois les groupes (émetteurs notés ayant des filiales également notées par au moins une agence) et les autres émetteurs non compris les filiales des groupes identifiés.

⁹ 697 sociétés françaises étaient cotées à la fin de l'année 2003.

¹⁰ La capitalisation des sociétés françaises cotées à Paris s'élevait à fin 2003 à 1067 milliards d'euros.

¹¹ La capitalisation des sociétés françaises appartenant au CAC 40 s'élevait fin 2003 à 605 milliards d'euros.

¹² Dans ce chapitre sont seulement concernés les véhicules titrisant des actifs français et/ou majoritairement français. Les statistiques présentes ici ne reflètent donc pas l'ensemble de l'activité de titrisation des intermédiaires financiers français, lesquels procèdent, pour des montants importants, au montage d'opérations de titrisation impliquant des actifs étrangers. Ont été éliminés de ce périmètre les obligations foncières notées et les notations privées de véhicules de titrisation.

¹³ Si l'on raisonne en nombre total de notations, les parts de marché sont respectivement de 46 % pour la première et d'environ 27 % pour les deux suivantes.

%) , et enfin la titrisation de prêts immobiliers aux professionnels (Commercial Mortgage Backed Securities ou CMBS, 10 %).

Répartition des véhicules de titrisation d'actifs français à la fin 2003

	Prêts à la consommation et créances commerciales ABS	Portefeuille de risque de crédit sur entreprises CDO	Prêts résidentiels hypothécaires RMBS	Prêts immobiliers professionnels CMBS	Créances de court terme ABCP	Total
Nombre de véhicules de titrisation français	38	13	32	11	16	110
En %	35	12	29	10	15	100
Montant en milliards d'euros	10,5	6,9	33,9	5,1	18,5	75
En %	14	9	45	7	25	100

En montant d'actifs titrisés, la hiérarchie sectorielle n'est plus tout à fait la même puisque le montant de titrisation de prêts hypothécaires aux particuliers (RMBS) arrive en tête avec 45 % du marché, suivi par les véhicules ABCP (25 %). La titrisation des prêts à la consommation et créances commerciales (ABS) ne pèse que 14 % du marché. Les montants moyens émis par les véhicules de RMBS et ABCP sont très supérieurs aux montants moyens émis dans les autres secteurs d'activité. 63 % des véhicules de titrisation de prêts hypothécaires aux particuliers (RMBS) ont émis des montants supérieurs à 500 millions d'euros, contre seulement 11 % par exemple pour les ABS.

Décomposition des véhicules de titrisation en fonction des montants émis (en %)

En millions d'euros	CDO	CMBS	ABS	RMBS	ABCP
≤100	54	0	26	3	13
101 - 250	15	18	40	9	19
251 - 500	8	46	24	25	13
501 - 1000	0	36	5	38	25
1001 - 2000	23	0	5	19	6
>2000	0	0	0	6	25

Conclusions

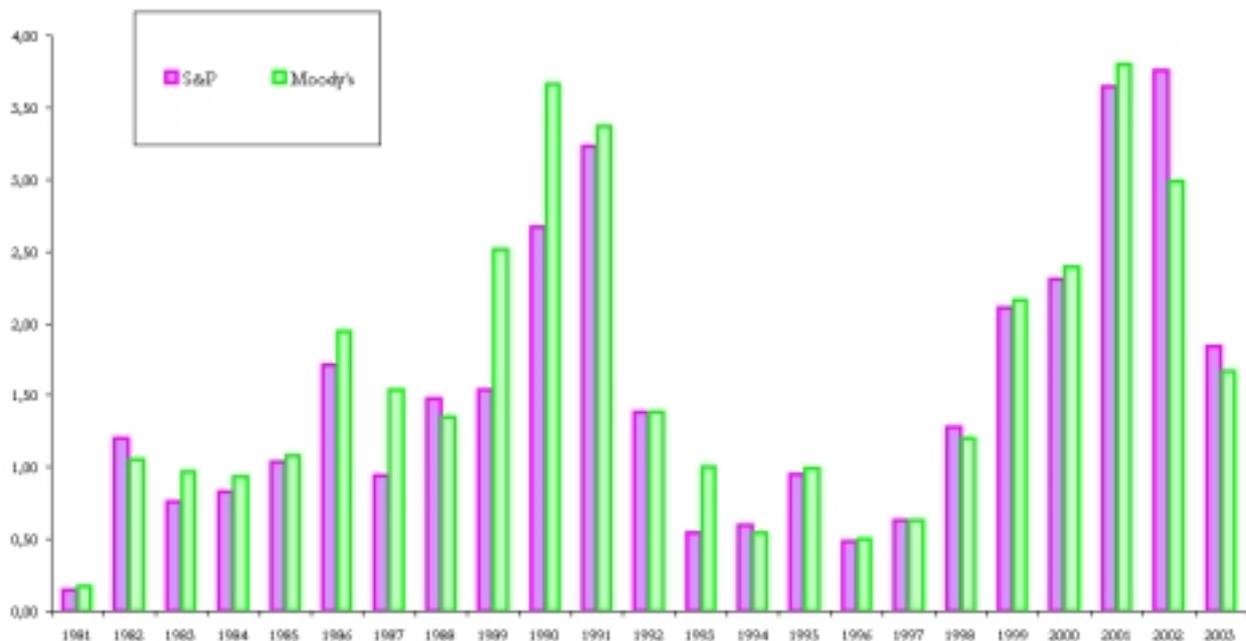
- *En nombre d'émetteurs notés, le secteur bancaire vient largement en première place du fait de sa sur-représentation sur le marché obligataire français. Après regroupement par entités économiques autonomes, le secteur des entreprises industrielles et commerciales redevient néanmoins prépondérant en nombre.*
- *Les entreprises notées pèsent plus de 70% de la capitalisation de la place de Paris créant ainsi un lien potentiel direct entre la notation et le marché des actions.*
- *L'activité de titrisation s'est surtout développée dans les domaines des prêts hypothécaires et à la consommation, et dans une moindre mesure, sur les portefeuilles de risques sur entreprises industrielles et commerciales.*

2. La qualité du crédit

2.1 L'évolution des taux de défaut

Les excès d'endettement de la fin des années 1990, le ralentissement de l'économie mondiale en 2001, ainsi que les difficultés de certains secteurs (tourisme, aviation, assurance...), se sont traduits au début des années 2000 par des montants records de défaillances d'entreprise. Le taux de défaillance (nombre d'émetteurs défaillants sur le nombre total d'émetteurs) au plan mondial aurait ainsi atteint en 2001-2002 des niveaux très élevés (entre 3,5 % et 4% selon les agences), du même ordre que ceux enregistrés en 1991, alors que le nombre d'émetteurs était bien moins élevé. Au cours de l'année 2003, le taux de défaillance s'est considérablement abaissé, pour atteindre la valeur de 1,7% (graphique x1). Parmi les émetteurs classés à risque (catégorie spéculative), ce taux a été de l'ordre de 9-10% en 2001 (comme en 1991, année du précédent record), pour descendre à 4,8 % en moyenne en 2003. D'importantes disparités entre les régions sont observées : aux Etats Unis, les taux de défaut observés sont en moyenne deux fois plus élevés qu'en Europe toutes agences confondues depuis le début des années 2000. En France, une seul défaut a été observé depuis 10 ans.

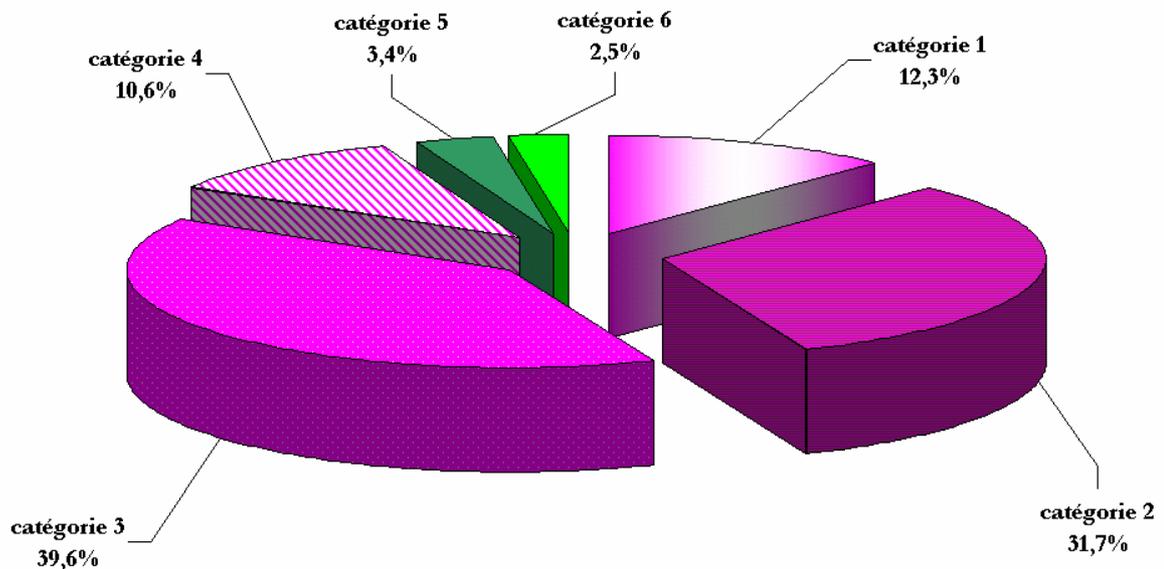
Evolution du taux de défaut historique monde annuel, depuis 1981, selon S&P et Moody's



2.2 L'orientation des notations

Les émetteurs français classés en catégorie spéculative¹⁴ (catégories 5 et 6)¹⁵ sont près de 6%¹⁶. Quelle que soit l'agence, le risque se concentre sur les émetteurs classés dans le secteur industriel quasi exclusivement. Dans le secteur des banques et des collectivités locales, aucun émetteur n'est considéré comme spéculatif. On observe aussi que dans la catégorie investissement les risques de défaut ne sont pas homogènes : plus de 44 % des émetteurs français notés présente un risque de défaillance très faible (catégories 1 et 2), en revanche pour 40 % d'entre eux le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques (catégorie 3), enfin pour les 10 % restant, la solvabilité de l'émetteur est jugée moyenne (catégorie 4).

Structure des notations par type de notes des émetteurs français



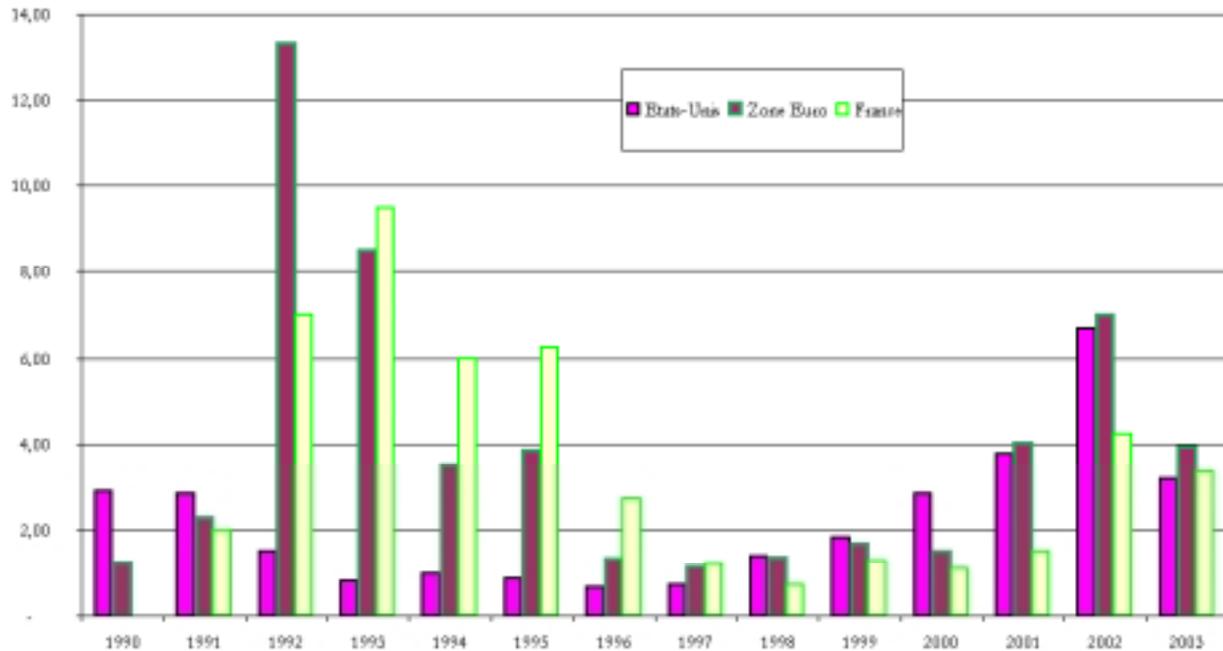
¹⁴ Ce qui s'explique également par le fait que les émissions « high yield » ont longtemps été limitées par le taux de l'usure dont la non application aux obligations a été récemment posée par les textes.

¹⁵ Cf tableau en annexe VIII.

¹⁶ Le pourcentage d'émetteurs notés en catégorie *spéculative* est faible dans une agence (2%), plus élevé dans les deux autres (7% et 8%).

Parallèlement à l'augmentation du nombre de défaillance sur la période 1998-2002, la dégradation de la qualité du crédit s'est également caractérisée par un nombre d'abaissements de notations très largement supérieur aux relèvements. Depuis 2000, on compte, toutes décisions d'agences confondues, 4 abaissements de note pour 1 relèvement en Zone Euro et aux Etats-Unis, contre 2,5 abaissements de note pour 1 relèvement en France.

Nombre comparé d'abaissements pour un relèvement en France, Zone euro et aux Etats-Unis



Pour ce qui concerne les émetteurs français et l'année 2003, en termes agrégés, 70% des notes demeurent inchangées. En revanche, des disparités sont observées entre les agences : si deux d'entre elles ont en moyenne plus de 80 % des notations qui demeurent stables en 2003, pour la dernière agence, près d'une notation sur deux a subi des modifications. Conformément à la tendance mondiale et européenne, on observe également une forte asymétrie au niveau des changements de notations : on constate 3,5 abaissements de notations contre 1 relèvement, avec pour une agence un ratio qui dépasse les cinq abaissements contre un relèvement.

En termes agrégés les modifications touchent beaucoup plus fortement le secteur des banques et des assurances (respectivement 10 et 15 abaissements pour un relèvement) que les sociétés industrielles (plus de deux abaissements contre un relèvement). On remarquera que le secteur des collectivités locales n'a subi que peu de mouvements (4 % des émetteurs français touchés) avec autant de baisses que de hausses.

On peut enfin noter que depuis le tournant des années 2000, un certain nombre d'entreprises¹⁷, désormais appelées « anges déchus », ont connu pour la première fois le passage dans la catégorie dite « spéculative » (notation inférieure à BBB-/Baa3).

¹⁷ ABB, British Energy, Ericsson, Vivendi Universal, Alcatel ou encore Colt Telecom Services en Europe.

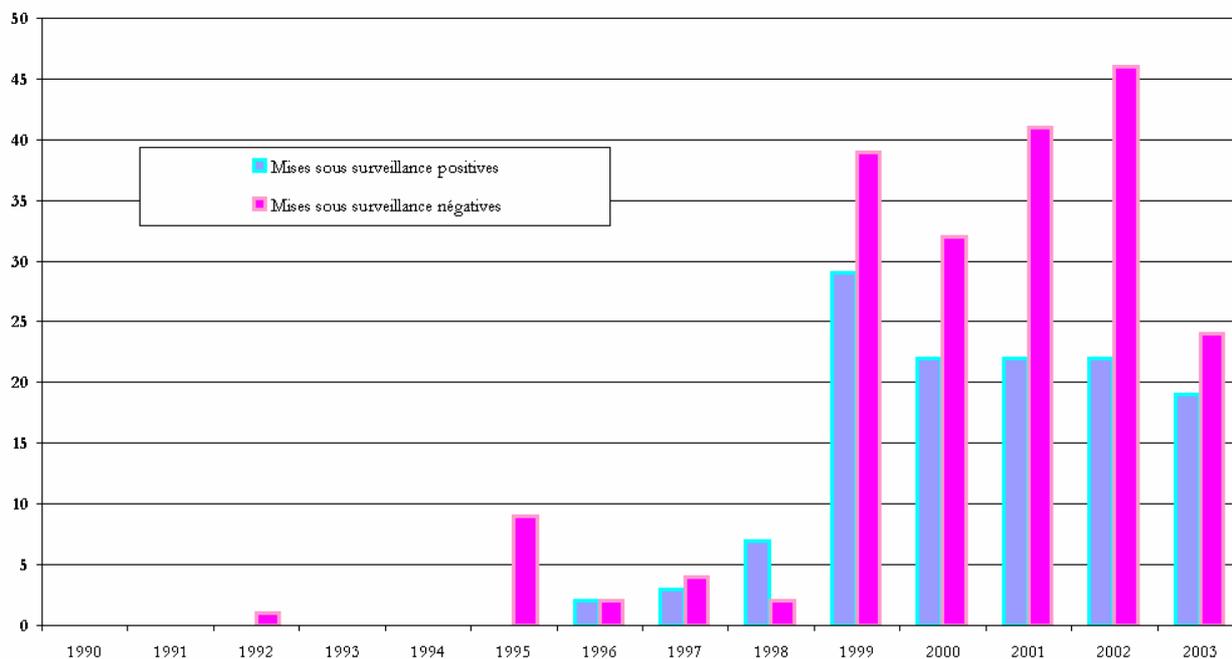
Liste des "fallen angels" pour la France

Nom	Date du passage en <i>fallen angel</i>	agence	Notation actuelle	Notation précédente	Secteurs d'activité
Selectibail	15/12/1999	S&P	BB+	BBB-	Financial
Locafinanciere	25/04/2001	Fitch	B+	A -	Financial
Provimi SA	14/03/2002	S&P	BB+	BBB-	Consumer, Non-cyclical
Vivendi Universal SA	01/07/2002	Moody	Ba1	Baa3	Communication
	14/08/2002	S&P	BB	BBB-	
Alcatel SA	20/12/2002	Fitch	BB -	Baa3 BBB	Communications
	09/07/2002	Moody	Ba1		
	12/07/2002	S&P	BB+		
Bellon SA	29/11/2002	S&P	BB	BBB-	Consumer, Non-cyclical
Legrand	16/10/2002	Fitch	BB+	A	Industrial
	16/12/2002	Moody	Ba2	Baa3	
	17/12/2002	S&P	BB	A-	
Beghin-Say	19/12/2002	Moody	Ba1	Baa1	Consumer, Non-cyclical
	27/01/2003	S&P	BB+	BBB+	
Rhodia SA	04/01/2003	S&P	BB+	BBB-	Basic Materials
	06/02/2003	Moody	Ba2	Baa3	
SCOR	19/11/2003	Fitch	BB	BBB-	Financial
	15/12/2003	Moody	Ba2	Baa3	

Source : *Bloomberg*

En France et comme dans les autres pays européens, les agences ont développé les mises sous surveillance depuis le début des années 90. On observe, comme pour les notations, un mouvement asymétrique des mises sous surveillance avec en moyenne pour 2003 une mise en surveillance négative pour 1,2 mise sous surveillance positive.

Nombre annuel agrégé de mises sous surveillance négative et positive en France depuis 1990



Source: CDC_ixis/bloomberg

2.3 La relation entre notations et marges de crédit

Comme conséquence de cette détérioration de la qualité du crédit, les marges de crédit se sont élargies, notamment pour les émetteurs dont le risque de défaut était important. Aux Etats-Unis par exemple, les marges de crédit des émetteurs notés ABB se sont élargies à près de 350 points de base en 2002, contre 200 pour les marges des émetteurs de meilleure qualité notés AAA et BAA avec des plus hauts atteints au début du mois d'octobre 2002 respectivement de 250 et 390 points de base.

Le tableau ci-dessous illustre la relation existant entre le niveau des notes et la marge d'une obligation (moyennes 1999-2004) :

Catégorie Investissement	35
AAA	1
AA	19
A	53
BBB	113
Catégorie spéculative	455

Source :CDC-Ixis

2.4 La multi-notation et la cohérence des notes

Par multi-notation, on entend le fait pour un émetteur d'être noté par au moins deux agences de notation. Les deux tiers des émetteurs français ne sollicitent qu'une seule notation. De fortes disparités sectorielles sont cependant observées : alors que dans le secteur des collectivités locales 82 % des émetteurs n'ont qu'une seule notation, en revanche, pour les sociétés industrielles, près d'un émetteur sur deux bénéficie d'au moins deux notations, contre seulement un tiers pour le secteur des assurances et des banques (y compris sociétés financières). Seulement 8 % des émetteurs français sont notés par les trois agences. Dans le secteur des sociétés industrielles, ce pourcentage est plus élevé et passe à 11 %. Au total ce sont 16 banques, ou sociétés financières, et 10 sociétés industrielles qui sont notées par les trois agences.

Répartition du nombre de notations par émetteur fin 2003 suivant les secteurs d'activité

Secteurs	Une notation	Deux notations	Trois notations	Total
Assurances	23	9	4	36
Banques (y compris stés financières)	140	49	16	205
Collectivités locales	42	7	2	51
Sociétés Industrielles et commerciales	51	34	10	95
Ensemble	256	99	32	387

Après regroupement¹⁸, 41 % des émetteurs français sollicitent au moins deux notations, ce pourcentage atteignant plus de la moitié des émetteurs dans le cas des sociétés industrielles et commerciales. 60 % des émetteurs cotés à la bourse de Paris ont au moins sollicité deux notations, pesant plus de 60 % de la capitalisation boursière française. Sur les 25 entités regroupées notées par les trois agences, quinze d'entre elles sont cotées en bourse et pèsent pour 40 % de la capitalisation française.

Répartition du nombre de notations par entité (après regroupement) fin 2003 suivant les secteurs d'activité

Secteurs	Une notation	Deux notations	Trois notations	Total
Assurances	6	2	2	10
Banques (y compris stés financières)	22	5	11	38
Collectivités locales	42	7	2	51
Sociétés Industrielles et commerciales	30	27	10	67
Ensemble	100	41	25	166

¹⁸ Sont considérés dans ce périmètre à la fois les groupes (émetteurs notés ayant des filiales également notées par au moins une agence) et les autres émetteurs.

58 % des véhicules de titrisation font l'objet d'au moins deux notations. De fortes disparités sont cependant observées au niveau sectoriel : 73 % des véhicules de titrisation de prêts immobiliers professionnels (CMBS) font l'objet d'au moins deux notations, alors qu'environ 58 % des véhicules de titrisation de prêts à la consommation ou de créances commerciales (ABS) et 61 % des véhicules de titrisation de portefeuille de risques sur entreprises (CDO/CLO/CBO) font l'objet d'une seule notation.

Répartition du nombre de notations françaises par véhicule en 2003 suivant le type d'opérations de titrisation

	Une notation	Deux notations	Trois notations	Total
ABS	22	13	3	38
CDO	8	5	0	13
RMBS	8	23	1	32
CMBS	3	6	2	11
ABCP	5	8	3	16
Total	46	55	9	110

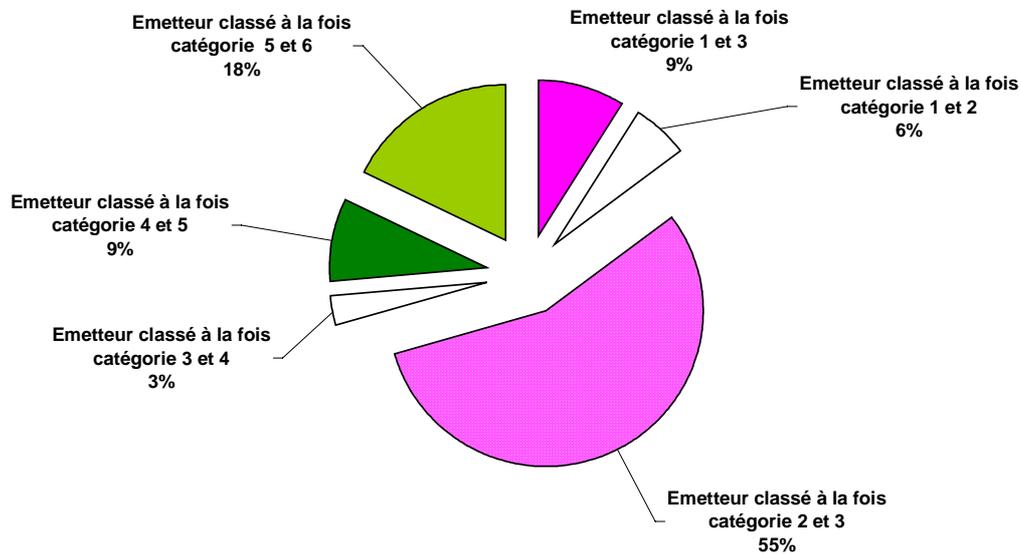
Une importante majorité des émetteurs (68%) possède à la fois une notation long et court terme. Des disparités sont observées au niveau individuel, le pourcentage d'émetteurs français disposant à la fois de notations court et long terme variant entre 54 % et 95 % selon les agences. En moyenne, très peu d'émetteurs notés (6%) ne sollicitent que des notes de court terme¹⁹. A l'inverse, 26% des émetteurs n'ont qu'une seule note long terme.²⁰

Au-delà des disparités sectorielles (six émetteurs français ne sont pas répertoriés dans le même secteur), des divergences de notation ont été observées. Sur les 131 émetteurs français notés par au moins deux agences, plus d'un quart d'entre eux ne sont pas classés dans la même catégorie par les agences. Seul un émetteur est classé à la fois dans la catégorie investment (4) et spéculative (5). De manière générale, les divergences s'observent au sein des deux grandes catégories (spéculative et investissement). La plupart des divergences portent sur une différence d'un cran de notation (pour 86 % d'entre eux), cet écart pouvant atteindre deux crans pour les 14 % des émetteurs restant.

¹⁹ Ce pourcentage varie entre 1% et 11 % selon les agences

²⁰ D'importantes disparités sont observées entre les agences, ce pourcentage variant entre 16% et 38 % des émetteurs.

Disparité des notations entre agences



Conclusions

- *La population française des émetteurs notés n'a pas échappé à la tendance générale de dégradation de la qualité du crédit depuis la fin des années 1990, mais dans des proportions plus atténuées qu'aux Etats-Unis du fait du faible nombre d'émetteurs français en catégorie spéculative.*
- *Si les deux tiers des émetteurs français ne sollicitent qu'une seule notation, des disparités de notation entre agences sont observées sur ceux des émetteurs qui sont multi-notés.*

3. L'organisation et l'activité des agences

La notation des créances en France est dominée par trois sociétés : Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Moody's est une société indépendante (introduite à la mi-2000 en bourse de New-York par son propriétaire depuis 1962, Dun&Bradstreet) et exclusivement spécialisée dans l'activité de notation. La filiale française Moody's France SA est une entité juridiquement indépendante et créée en 1998 en tant que société anonyme. Depuis juin 2004, elle a adopté le statut de société par action simplifiée.

La notation ne représente en revanche qu'une partie des services d'information financière de Standard & Poor's (S&P), filiale à 100% de l'éditeur américain Mc Graw-Hill. La troisième agence, Fitch, appartient à la société financière française FIMALAC. Fitch a fusionné en 1997 avec la société de rating britannique IBCA, spécialisée dans la notation des banques. Fitch-IBCA a ensuite racheté en juin 2000 la quatrième agence de notation américaine, Duff & Phelps, et en décembre 2000 Thomson BankWatch, agence également spécialisée dans la notation des banques. Le groupe Fitch est présent en France à travers une filiale.

3.1 La structure du marché

Lorsque l'on considère l'ensemble de l'activité de notation²¹, appréhendée en nombre d'émetteurs et de véhicules de titrisation notés, on constate en 2003 que les parts de marché de chacune des trois agences sont respectivement de 55,7 %, 53,5 % et enfin 38,4 %.

3.2 Les axes de développement

La notation des émetteurs-entreprises (hors titrisation)

Depuis cinq années, plusieurs tendances se dessinent concernant l'activité des agences sur le territoire français :

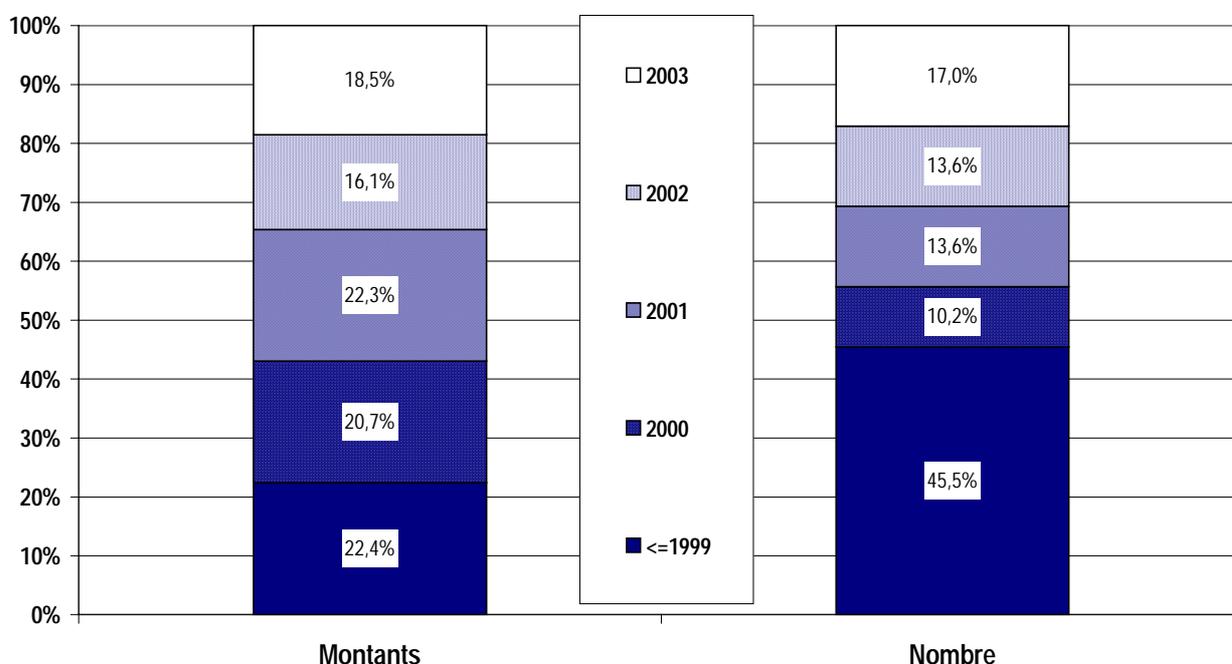
- une forte augmentation des notations concernant de nouveaux émetteurs français. Entre 1998 et 2003, le nombre de notations s'est accru en moyenne de plus de 40%, avec des disparités fortes entre les agences (+ 30% à +110 % suivant les cas). Cette évolution n'a pas été linéaire dans le temps et selon les agences. Une agence a enregistré l'essentiel de son développement au cours de la période 1998-2001, tandis qu'une autre enregistrerait une part significative de sa progression au cours de la dernière année de la période considérée ;
- en termes sectoriels, l'activité de notation reflète les évolutions enregistrées sur le marché primaire obligataire, à savoir une forte progression des notations dans le secteur industriel. Les notations dans ce secteur d'activité ont été multipliées par deux entre 1998 et 2003. Comparativement, le nombre de notations dans le secteur financier, déjà largement couvert par les agences, n'a progressé que de 22% sur la même période.

²¹ Dans ce chapitre, pour ce qui concerne la notation des véhicules de titrisation, sont seulement concernés les véhicules titrisant des actifs français et /ou majoritairement français dans certains cas et dont la notation est rendue publique par les agences.

La notation de produits de titrisation

On constate depuis cinq années une forte croissance du nombre de notes de véhicules de titrisation sur le marché français. Toutes agences confondues, l'activité a quadruplé (+ 320 % entre 1998 et 2003). Les évolutions sont fortement contrastées selon les agences : une agence, quasiment absente au début de la période d'étude, a vu cette activité multipliée par près de neuf quand les deux autres ont enregistré une augmentation respective de 110 % et 9% des notes de produits tritisés, sur des bases de départ plus importantes. A l'image de la notation d'entreprises, cette évolution n'a pas été linéaire dans le temps et selon les agences, mais a tendance à s'accélérer. En considérant le stock fin 2003 des véhicules de titrisation existants, on observe qu'environ 30 % d'entre eux ont été créés au cours des années 2002-2003.

Distribution des véhicules de titrisation à la fin 2003 par année de création



3.3 Les sources de revenus

Il est apparu difficile d'obtenir des chiffres d'affaires homogènes et ventilés à la fois par type d'activité et zones géographiques au niveau des filiales françaises des différentes agences de notation. Plusieurs raisons ont été évoquées par les agences : une des agences n'a pu nous fournir de données par type d'activité au motif d'une absence de comptabilité analytique²² ; Pour une autre agence, le chiffre d'affaires relatif aux abonnements à la recherche et aux différentes publications n'est pas automatiquement imputé à la filiale française mais à la maison mère américaine.

²² La ventilation par données géographiques est rendue également difficile par des systèmes de facturation et re-facturation entre les zones géographiques selon la nationalité de l'émetteur noté.

En dépit de cette difficulté à obtenir des données précises et exhaustives, quelques éléments chiffrés d'évolution des revenus peuvent être avancés avec prudence sur la base des chiffres d'affaires publiés par chaque filiale française des agences de notation :

- les chiffres d'affaires vont de 10 millions d'€ à près de 46 millions²³ d'euros en 2003, suivant les agences. Ces disparités sont plus importantes lorsque l'on considère uniquement le chiffre d'affaires lié à l'activité de titrisation, avec des différences de revenus de 1 à 5 entre les agences et un nombre de nouveaux véhicules titrisés entre 9 et 24 en 2003.
- depuis 2001, le chiffre d'affaire des agences implantées en France a fortement augmenté puisqu'il a été multiplié par 2,7. De fortes disparités ont été observées entre les agences. L'une d'entre elles a multiplié son chiffre d'affaire par 5. Pour les deux autres, la hausse reste significative mais de plus faible ampleur entre + 35 % et +78 % sur la même période. Pour les trois agences la croissance du chiffre d'affaire s'est essentiellement concentrée sur l'année 2001, les évolutions étant plus linéaires au cours des années suivantes.

Dans la présentation de leurs résultats annuels au niveau mondial, les trois agences indiquent que les activités annexes à la notation (en particulier les activités d'étude et de recherche) génèrent seulement 10% à 12 % du chiffre d'affaire global. En France, seules deux agences ont pu fournir ce niveau de détail. Pour l'une, cette activité ne génère aucun revenu, tandis que pour l'autre, elle engendre moins de 3 % du chiffre d'affaires avec une forte diminution depuis l'année 2000.

La répartition des revenus entre notation d'entreprises et notation de financements structurés/véhicules de titrisation est très variable d'une agence à l'autre. Pour deux agences, depuis 2001 le chiffre d'affaires est généré à plus de 60% par les notations d'entreprises. Pour une autre agence, au contraire, la part des notations d'entreprises dans le chiffre d'affaires est de l'ordre de 40%, contre 60% pour la notation de titrisations.

3.4 Les équipes

En 2003, les agences de notation implantées en France mobilisent en moyenne une centaine de personnes (entre 52 et 130 personnes) dédiées à la notation d'émetteurs français²⁴, localisées ou non en France. Si 60 % des effectifs sont effectivement localisés en France, des disparités organisationnelles importantes sont observées. Entre 20% et les deux tiers des effectifs sont localisés à l'étranger (majoritairement à Londres) selon les agences. On observe que 70 % des effectifs des agences sont directement rattachés à l'activité d'analyse, le restant occupant des responsabilités administratives ou en lien avec la logistique commerciale et/ou l'informatique. Majoritairement ce sont les effectifs rattachés au métier de l'analyse qui sont délocalisés : entre 30% et 65 % des analystes suivant la notation d'entités situées en France sont localisés à l'étranger. Parallèlement à l'accroissement du nombre de notations, les effectifs ont augmenté en moyenne de plus de 50 % entre 1998 et 2003 avec une augmentation plus forte pour les effectifs localisés à l'étranger.

²³ Il est à noter que pour une agence, près de 11 millions d'euros en 2003 concerne des refacturations de chiffre d'affaires d'activités de notations de certaines zones européennes imputées automatiquement et / ou des refacturation de chiffre d'affaires concernant des émetteurs français.

²⁴ Les agences précisent que ces chiffres doivent être considérés avec précaution car d'une part les analystes localisés ou non en France peuvent noter un émetteur français et que d'autre part leur activité de notation n'est pas liée par la nationalité des émetteurs.

Les financements structurés sont suivis par des équipes différentes de celles en charge des notations d'entreprises. En 2003 près d'un tiers des analystes suivaient la notation d'opérations de titrisation.

En moyenne, et au niveau européen, les analystes gèrent entre 10 et 20 dossiers d'émetteur par an (hors titrisation) contre une moyenne située entre 11 et 17 dossiers liés à des opérations de titrisation. Ces chiffres sont à nuancer car ils peuvent varier de manière significative selon le secteur d'activité, l'importance et la complexité des dossiers et l'expérience de l'analyste. D'autre part, les analystes qui gèrent les dossiers de notation sont encadrés par des analystes d'un niveau d'expérience supérieure, les ratios d'encadrement variant entre un analyste "encadrant" pour six à neuf analystes selon les agences.

Parmi les analystes implantés en France, la moitié peuvent être considérés comme « *senior* », ce concept recouvrant selon les agences une réalité différente. Sous ce vocable sont généralement classés des analystes ayant un niveau élevé d'expérience et de compétence. Enfin l'ancienneté moyenne des analystes au sein des agences de notation, fin 2003, varie entre 3 et 12 ans. Des disparités sont observées entre les analystes. L'ancienneté varie entre 8 ans et 12 ans pour les analystes considérés comme "seniors" contre 3 ans à 7 ans pour les analystes considérés comme "juniors". En revanche, la plupart des analystes embauchés par les agences le sont avec 3 ans à 10 ans d'expérience professionnelle.

Conclusions

- **Les revenus des agences sont en forte augmentation et de plus en plus liés à l'activité de titrisation.**
- **On constate une forte hétérogénéité organisationnelle des agences de notation implantées en France concernant notamment le nombre, la localisation géographique, l'expérience, le niveau de compétence et la charge de travail des analystes.**
- **Du fait des spécificités de chaque agence, les données fournies demeurent hétérogènes et rendent difficile l'analyse comparative de leur activité, de leurs effectifs ou de leur chiffre d'affaires. Une analyse plus poussée de la structure analytique de l'activité, des revenus et des compétences des agences, lors du prochain rapport de l'AMF, paraît nécessaire pour obtenir une vue plus cohérente du marché au-delà des différences de structures entre les acteurs.**

IV - LE RÔLE ET LA VALEUR AJOUTÉE DES AGENCES DU POINT DE VUE DES DIFFÉRENTS ACTEURS CONCERNÉS

Dans la plupart des pays, l'activité des agences de notation s'est développée avec la mutation financière et l'essor des marchés de capitaux, soit depuis le milieu des années 1980 pour la France. La globalisation financière et le mouvement de désintermédiation ont en effet contribué à un accroissement de la demande de notation de la part des investisseurs institutionnels et a concouru au développement de l'activité des agences de notation bien au-delà des États-Unis. Le rôle des agences de notation s'est donc accru avec le remplacement croissant de financements bancaires par des financements de marché et l'accélération du processus d'innovation financière qui s'est traduite par une sophistication accrue des instruments (dette structurée, titrisation et dérivés de crédit). La nécessité d'un recours à la notation est du reste apparue évidente lorsque le marché de la dette privée a connu un développement d'une ampleur sans précédent en zone euro, pour des raisons structurelles (libéralisation de certains secteurs tels que les Télécommunications ou les services aux collectivités ; intégration du marché européen) ou plus conjoncturelles (fort investissement dans le secteur des TMT à la fin des années 1990). À l'initiative tant des régulateurs, comme la SEC, que des investisseurs ou des prêteurs, le rôle accordé et reconnu aux agences a cru considérablement. De nombreux textes réglementaires ou contrats de droit privé font référence aux notations, par exemple pour encadrer des politiques d'investissement ou pour introduire une sensibilité au risque de crédit.

En première analyse, la notation a pour but de servir le marché. Pour l'OICV également (cf. son rapport publié en 2003²⁵), la notation apparaît comme un puissant réducteur des asymétries d'information sur les marchés financiers et, à ce titre, elle contribue largement à leur efficacité. Dans le même temps, le caractère public des notations de crédit contribue à garantir le libre accès aux opinions des agences à tous les investisseurs quelle que soit leur taille ».

1. Pour les régulateurs

1.1 Le cadre juridique américain

L'utilisation de la notion de NRSRO

Si l'activité des agences de notation aux États-Unis remonte à la première moitié du XX^{ème} siècle, ce n'est qu'en 1975 que le terme de NRSRO a été adopté par la SEC dans le cadre de sa réglementation prudentielle sur *le Net Capital Rule*²⁶. Dans ce texte, la Commission considère qu'il est approprié d'appliquer, une méthode de calcul particulière aux titres détenus par l'intermédiaire notés *investment grade* par une agence de notation de réputation nationale (*credit rating agency of national repute*). L'exigence du recours à une agence *nationally recognized* visait à assurer que ses notations étaient crédibles et que le marché y attachait un certain crédit.

²⁵ Report on the activities of Credit Rating Agencies- IOSCO Technical Committee – September 2003

²⁶ Adoption of Amendments to Rule 15c3-1. Adoption of Alternative Net Capital Requirements for certain Brokers and Dealers, Release n°34-11497 (June 26, 1975) 40 FR 29795 (July 16, 1975).

Aujourd'hui, les concepts de NRSRO et de notation *investment grade* sont très largement utilisés tant dans les législations et réglementations fédérales qu'au niveau des Etats. S'agissant plus particulièrement de la SEC, et à titre d'exemple, la règle 2a-7 de l'*Investment Company Act* de 1940 limite les investissements des fonds monétaires aux instruments à court terme de haute qualité, c'est-à-dire bénéficiant de l'une des meilleures notes possibles pour le court terme octroyées par un NRSRO. Aux termes du *Securities Act* de 1933, seules les offres d'obligations non convertibles notées *investment grade* par au moins un NRSRO peuvent bénéficier du formulaire d'enregistrement simplifié (Form S-3) auprès de la SEC sans lequel l'émetteur doit remplir de conditions supplémentaires en termes de flottant.

Les critères de reconnaissance des NRSRO

En 1975, la SEC n'a pas adopté de règles spécifiques pour l'octroi du statut de NRSRO, préférant traiter la question au cas par cas. Des critères ont donc été développés peu à peu ultérieurement, de façon pragmatique, à travers des *no-action letter* émanant des services de la SEC .

Aux termes de ces différentes lettres, le facteur le plus important dans l'évaluation faite par la SEC du statut de NRSRO est le caractère nationalement reconnu de l'agence de notation (*nationally recognised*) aux Etats-Unis, c'est-à-dire, une agence dont les notations sont considérées comme crédibles et fiables par les plus importants utilisateurs du marché. Les autres éléments pris en compte portent sur :

- la structure organisationnelle de l'agence,
- les ressources financières de l'agence, afin notamment de déterminer si elle est en mesure d'exercer son activité en dehors de la pression économique des émetteurs notés,
- le nombre et la qualité des équipes en place, pour déterminer si l'agence a les moyens de faire la preuve de ses compétences dans la notation,
- le processus de notation,
- l'existence de procédures internes pour éviter une utilisation abusive des informations non publiques et le suivi effectif de ces procédures.

Lorsque les collaborateurs de la SEC estiment qu'une agence peut être qualifiée de NRSRO, ils émettent une « no action letter » par laquelle ils indiquent qu'ils ne recommanderont pas à la Commission de prendre des sanctions si les notations émanant de cette agence sont utilisées par un intermédiaire financier dans le calcul de ses exigences de fonds propres (*Net Capital Rule*).

Depuis 1994, la SEC a engagé diverses initiatives pour donner un véritable cadre réglementaire au statut de NRSRO mais aucune d'entre elles n'a jamais jusqu'à présent été menée à terme.

Les quatre NRSRO actuels sont par ailleurs enregistrés auprès de la SEC comme *Investment Adviser* en application de l'*Investment Adviser Act* de 1940.

1.2 Le cadre juridique français

En France, il n'existe pas de statut réglementaire ni pour les agences de notation ni pour l'activité de notation. Les agences de notation exerçant leur activité en France étant filiales de sociétés américaines ou de groupe français bénéficiant du statut de NRSRO, cette qualité est semble-t-il apparue suffisante. Comme tout autre acteur du marché, elles sont bien évidemment soumises aux textes législatifs et réglementaires de portée générale relatifs à l'utilisation d'informations privilégiées, à la manipulation de marché ou à la diffusion de la fausse information.

Nonobstant cette absence de statut, plusieurs textes antérieurs à la loi de Sécurité Financière imposent le recours à une notation, conférant ainsi aux agences un rôle d'information et de protection des investisseurs dans un certain nombre de cas :

- dans la gestion collective, les Fonds Communs de Créances (FCC) sont aujourd'hui soumis à obligation de notation. Aux termes de l'article L214-44²⁷ du Code Monétaire et Financier relatif aux FCC, tout FCC faisant appel public à l'épargne doit, lors du placement ou de la cotation, pouvoir produire une notation par une agence. Un document contenant une appréciation des caractéristiques des parts et, le cas échéant, des titres de créance qu'il se propose d'acquérir et des contrats constituant des instruments financiers à terme qu'il se propose de conclure, ainsi qu'une évaluation des risques qu'ils présentent, est établi par un organisme figurant sur une liste arrêtée par le Ministre. Il est annexé à la note d'information et communiqué aux souscripteurs de parts et le cas échéant, de titres de créances. Par ailleurs, un décret du 27 juin 1991 autorisait les OPCVM court terme à détenir 25 % de leurs actifs en titres émis par un même établissement de crédit, dès lors que ce dernier était noté. Plus récemment le décret du 21 novembre 2003 Article 4-6, relatif aux dérivés de crédit conclus par les OPCVM,²⁸ dispose « *que les émetteurs sur lesquels repose le risque de crédit des titres de créance admis aux négociations sur un marché réglementé et ayant rendu publique pour au moins une émission de tels titres de créance au moins une notation obtenue auprès d'un organisme figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'économie* » Dans un arrêté ministériel en date du 31 décembre 1992, le Ministre de l'Economie et des Finances avait inscrit sur cette liste trois agences : IBCA Notation, (devenue depuis Fitch), Moody's France et Standard & Poor's) ;
- sur le marché des titres de créances négociables (TCN), les autorités de régulation (Commission des Opérations de Bourse et Banque de France à l'époque) ont encouragé le développement de la notation dans la mesure où il n'était ni dans leur mission ni dans leurs moyens de procéder directement à une évaluation de la solidité et de la solvabilité financière des émetteurs. Dorénavant les émetteurs de TCN doivent rendre publique, avant l'émission, la notation de leur programme d'émission (Décret n° 2004-865 du 24 août 2004 modifiant le décret n° 92-137 du 13 février 1992 relatif aux titres de créances négociables)²⁹ ;

²⁷ Anciennement article 36 de la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988.

²⁸ Article 4-6, relatif aux dérivés de crédit conclus par les OPCVM, du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003

²⁹ ° Art. 4. – L'article 6 du décret du 13 février 1992 susmentionné est remplacé par les dispositions suivantes :

« Art. 6. – Les émetteurs doivent rendre publique une notation de leur programme d'émission, obtenue auprès d'une agence spécialisée figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'économie ou, le cas échéant, disposer d'un garant bénéficiant d'une telle notation.

- enfin, le régulateur boursier a régulièrement été amené à s'interroger sur la qualité de l'information à délivrer lors d'émissions d'obligations et en particulier sur la nécessité d'exiger de l'émetteur une notation par une agence spécialisée pour les émissions de titres de créance (hors TCN) destinés à être placés auprès du grand public. Dès 1988, la Commission des opérations de bourse pouvait ainsi demander la notation d'une émission dans les cas d'examen d'un prospectus d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou d'émission d'instruments financiers comportant un élément constitué de titres de créances³⁰. Cette exigence a été étendue en novembre 2003 aux émetteurs dont les actions étaient déjà cotées, et qui souhaitaient placer leurs titres de créance (à l'exception des titres de créance donnant ou pouvant donner accès au capital) dans le public³¹.

2. Pour les émetteurs de titres

Ainsi que l'ont souligné les associations de trésoriers d'entreprises à l'occasion de la publication de leur projet de code de bonne conduite, les agences de notation jouent, du point de vue des émetteurs, un rôle important pour leur capacité à lever des capitaux. La notation a de ce fait un impact direct sur les conditions qui sont faites aux émetteurs notés.

Les agences de notation jouent également un rôle important pour les sociétés qui souhaitent évaluer la qualité de crédit de leurs contreparties lors d'opérations financières ou commerciales. Les notes, attribuées à l'occasion d'opérations de financement de marché, peuvent donc se trouver utilisées dans le cadre de conventions bilatérales privées.

Une illustration de l'utilisation des notes dans les relations de financement peut être trouvée dans les clauses contingentes, qui ont été conçues comme des mécanismes de protection des prêteurs. Elles consistent en des clauses qui ne se réalisent que si certains événements se produisent, comme un abaissement de note ou la dégradation des structures financières de la firme (appréhendées à travers l'évolution de quelques ratio clés, comme une augmentation du levier). Le résultat d'une enquête menée auprès de 23 sociétés non financières français cotés et notés permet d'apprécier le recours aux seules clauses contingentes écrites par référence aux notations d'agence. Au sein de l'échantillon, 10 sociétés déclarent que leur endettement est assorti de telles clauses. Pour l'essentiel, il s'agit de clauses d'ajustement des taux d'intérêt, lesquelles conditionnent l'évolution du coût de la dette dans le

Sont exemptés de cette obligation :

1 Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement établis dans l'Espace économique européen ;

2 La Caisse des dépôts et consignations ;

3 Les émetteurs dont des titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Espace économique européen ;

4 Les autres émetteurs bénéficiant d'un visa de l'Autorité des marchés financiers portant sur leur programme d'émission à la date d'entrée en vigueur de cette obligation, à condition de communiquer à la Banque de France les mises à jour périodiques de leur situation trimestrielle de trésorerie et de leur rapport semestriel sur leur activité et leur résultat.

³⁰ Règlement N°88-04, Règlement n° 98-01 et Décision de la Commission du 9 novembre 1990.

³¹ Règlement. En outre, le régulateur demande que ces émetteurs maintiennent une relation contractuelle avec les agences de notation pour que celles-ci poursuivent la notation des titres jusqu'à leur échéance. La Commission rappelle également que cette notation devra être mentionnée sur toute publicité ainsi que sur la note d'information relative à l'émission.

temps à la notation d'agence. Le poids de l'endettement affecté de clauses relativement au total de l'endettement financier est très variable d'un groupe à l'autre. Dans deux cas, il est très faible (inférieur à 4%) et les clauses jouent donc un rôle marginal dans les conditions d'endettement. En revanche, dans les sept autres groupes les conditions d'endettement sont significativement dépendantes du niveau des notes. Pour les deux entreprises les plus exposées, le ratio de la dette soumise à une clause contingente au total de l'endettement financier se monte respectivement à 89% et 63%. Si l'on considère l'ensemble de ces sept groupes, on obtient un ratio moyen (pondéré par la taille de chaque émetteur) de l'ordre de 43%. Le même calcul effectué sur la totalité de l'échantillon donne un chiffre de 18%.

Au-delà du cadre français, on peut noter que l'utilisation des clauses contingentes semble plus faible en Europe qu'aux Etats-Unis. D'après deux enquêtes menées par Moody's auprès d'un échantillon d'émetteurs entreprises en Europe et aux Etats-Unis, il s'avère que 59 % des émetteurs interrogés recourraient aux clauses contingentes en Europe en 2001, contre 87 % aux Etats-Unis.³²

3. Pour les intermédiaires financiers

Pendant longtemps les départements d'émission obligataire des banques ont délégué l'analyse crédit des émetteurs aux agences de notation dans le cadre de la préparation des opérations primaires de leurs clients. Cette solution avait l'avantage d'offrir de puissantes économies d'échelle par rapport à des investissements internes coûteux.

Toutefois, face à la marchandisation croissante des instruments de dette et à la demande d'analyse crédit de la part de leurs clients, un certain nombre d'établissements ont mis en place depuis une dizaine d'années des équipes d'analystes crédit et développé leurs propres outils d'analyse, venant ainsi occuper un champ d'activité dans lequel seules les agences de notation étaient jusque là présentes. De façon similaire aux analystes financiers, ces analystes crédit peuvent être présents du côté « buy-side » acheteur (gestion sous mandat pour compte de tiers) ou « sell-side » vendeur. Ils travaillent aussi bien pour la clientèle institutionnelle externe que pour les tables de négociation internes de la banque.

Plusieurs professionnels de l'évaluation du risque-crédit contactés pour cette enquête considèrent que leurs travaux d'analyse et de notation internes sont très proches de ceux que réalisent les agences et constatent qu'ils conduisent d'ailleurs souvent aux mêmes évaluations. Certains analystes « buy-side » rattachés à la gestion de taux pour compte de tiers ont pour politique de privilégier leur analyse interne et de ne pas s'imposer les notations des agences comme référence absolue. Pour ces professionnels de la gestion pour compte de tiers ou de l'analyse « sell-side », intégrés dans des établissements dotés de moyens d'analyse interne, les notations sont une simple donnée de marché, sans prépondérance particulière absolue.

On trouve une autre utilisation des notations d'agence par les intermédiaires financiers du côté des financements structurés et des instruments de transfert du risque de crédit. Utilisé en particulier par les banques afin de reconfigurer l'exposition au risque de leur bilan, ce type d'instrument implique une évaluation externe (donc par une agence de notation) de la qualité des créances. Dans le cas des véhicules de titrisation ou fonds communs de

³² "Moody's analysis of US Corporate Rating Triggers Heightens need for Increased Disclosure", Moody's global credit research, July 2002, et " Rating Triggers in Europe : Limited Awareness but Widely used Among Corporate Issuers " , Moody's global credit research , September 2002

créances, les agences de notation jouent enfin un rôle central dans le processus de structuration car la recherche d'une notation de qualité maximale est au cœur même de l'exercice de refinancement des actifs cédés. Elles apprécient également la capacité des assureurs crédit spécialisés dans le rehaussement de notation à assurer ce rôle au plan global, du fait de la solidité de leur propre bilan.

L'activité de notation devrait significativement se développer à l'avenir, ce mouvement s'inscrivant comme une conséquence des évolutions économiques et réglementaires. Un premier facteur de développement se situe du côté du marché obligataire. Les grandes tendances de l'épargne des ménages, l'émergence de dispositifs d'épargne retraite et enfin l'intégration des marchés financiers européens sont des éléments favorables à l'affirmation du segment du marché obligataire réservé aux émetteurs privés. On peut à ce propos rappeler que la dette de marché des seuls émetteurs entreprises était en 2003 de l'ordre de 2500 milliards de dollars aux Etats-Unis, contre seulement 237 milliards en France, soit un écart que ne parvient pas à justifier les tailles respectives des économies de ces pays. Si l'on considère les quatre plus importants pays d'Europe continentale (Allemagne, Espagne, France et Italie), la taille de ce marché n'excède pas les 660 milliards de dollars.

Des éléments de développement se trouvent également du côté des marchés en forte croissance des instruments de transfert du risque de crédit (titrisation et dérivés de crédit). Depuis le début des années deux mille, l'activité de titrisation s'est considérablement développée en Europe. Ainsi, en 2003, d'après l'European Securitisation Forum, les émissions d'Asset backed securities (ABS) et de Mortgage backed securities (MBS) se sont élevées globalement à 217 milliards d'euros, contre 78 milliards en 2000. De la même manière, on assiste à un très fort développement des dérivés de crédit. Les statistiques portant sur le marché international dans son ensemble illustrent bien ce mouvement, puisque les encours notionnels sont passés d'après l'ISDA de 919 milliards de dollars en 2001 à 3800 milliards en 2003. L'activité des agences de notation en matière de titrisation devrait par ailleurs connaître un nouvel essor avec la publication prochaine d'un nouveau décret libéralisant le marché de la titrisation et permettant aux FCC d'effectuer les mêmes opérations et les mêmes émissions qu'un CDO (collateralised debt obligation). Les agences de notation auront donc à mener les mêmes diligences pour les FCC que pour les CDOs, lesquels peuvent détenir non seulement des titres de créance mais aussi des instruments financiers à terme et des dérivés de crédit.

4. Pour les utilisateurs finaux du marché

Pour les investisseurs et les gestionnaires de fonds, le rôle des agences paraît varier selon le type et la taille de l'acteur. Globalement les notations des agences sont très largement reconnues comme une mesure indépendante du risque de crédit des émetteurs, permettant de réduire les coûts ou les délais d'analyse interne. Pour bon nombre des professionnels contactés, les notations méritent d'être soit utilisées, soit au moins connues en raison du professionnalisme des agences, de leur couverture mondiale, de leur utilisation d'un langage international commun permettant de faire des comparaisons entre entités appartenant à des secteurs et pays différents sur une échelle globale et du caractère synthétique de l'information fournie.

Les réglementations relatives à la politique de placement des OPCVM et des compagnies d'assurance ne contiennent pas de référence explicite aux notations d'agence. Toutefois, en dépit de toute exigence de nature réglementaire, il s'avère que les investisseurs institutionnels recourent très largement aux notations d'agence pour

déterminer leur allocation d'actifs. Une enquête menée auprès d'un échantillon significatif de 9 sociétés de gestion³³ montre ainsi que le portefeuille de titres de dette des OPCVM obligataires et des OPCVM de trésorerie est conditionné quasiment en totalité à la qualité des signatures telle qu'elle est évaluée par les agences. Le plus fréquemment, la règle d'investissement retenue s'exprime par la fixation d'un seuil minimum à la détention de titres de dette classés dans la catégorie *Investment grade*. Les informations disponibles concernant le portefeuille des compagnies d'assurance émettent par ailleurs un message de même nature.

Conclusions

- **La notation a déjà obtenu un début de reconnaissance officielle en France au travers de différents textes qui la rendent obligatoire pour certains types d'opérations financières.**
- **Les notes sont de plus en plus utilisées au-delà des émissions de marché, pour servir de référence aux contrats privés, notamment de financement bancaire, ou aux règles d'investissement dans la gestion d'actifs.**
- **Bien que concurrencées par les banques sur le créneau de l'analyse-crédit classique, les agences de notation ont encore d'importantes marges de développement dans le secteur des financements structurés, des titrisations et autres instruments de transfert de crédit, qui sont encore à un stade précoce de développement en Europe par rapport aux Etats-Unis. L'AMF, en liaison avec les autorités prudentielles, a pour objectif prochain de mieux identifier le rôle et la valeur ajoutée des agences dans ce domaine, leurs modalités d'appréciation du risque en fonction des structures et des acteurs impliqués et la qualité de la prestation globale des agences au regard du risque systémique lié à ce secteur du marché.**

³³ Les encours d'OPCVM de trésorerie et d'OPCVM obligataires gérés par ces neuf sociétés de gestion (soit 192 milliards d'euros) représentent environ 44% du marché français de ces deux types de fonds.

V – LES REGLES DEONTOLOGIQUES DES AGENCES DE NOTATION

Les agences de notation ont déclaré avoir mis en place, avant même les travaux menés par la SEC et par l'OICV en 2003, des règles déontologiques et des procédures internes destinées à prévenir et à gérer les potentiels conflits d'intérêts et à assurer l'indépendance et l'objectivité de leurs travaux de notation.

Ces règles et procédures concernent à la fois l'agence et ses analystes. Elles ont trait le plus souvent à :

1. la déontologie personnelle des analystes employés par les agences ;
2. les conflits d'intérêts potentiels vis à vis des entités notées ;
3. l'utilisation d'informations non publiques ;
4. la diffusion de la notation (publique ou réservée aux clients professionnels) ;
5. l'existence d'un contrôleur interne et d'un déontologue dédiés.

Les agences appliquent, semble-t-il, les mêmes règles de déontologie au plan mondial, dans leur structure interne comme vis-à-vis des clients. Une seule exception a été recensée liée à la réglementation locale. Ainsi, aux Etats Unis, une première note, jusque là restée confidentielle, doit être obligatoirement rendue publique par l'émetteur dès lors qu'il procède par la suite à une émission publique de titres. Le plus souvent ces règles et procédures figurent donc dans le recueil de procédures de la maison mère.

1. La déontologie personnelle des analystes

Selon les éléments déclarés par les agences :

- via un règlement intérieur et /ou un code de déontologie, toutes les agences imposent à leurs analystes de ne pas divulguer à l'extérieur ou d'utiliser à des fins autres que la notation, les informations non publiques qu'ils reçoivent des clients et leur imposent de déclarer leur portefeuille titres de façon régulière. Elles leur interdisent, ainsi qu'à leurs proches, de détenir ou faire des transactions sur les titres émis par des entreprises incluses dans leur secteur d'analyse, de recevoir des clients ou émetteurs des cadeaux autres que symboliques. Elles leur interdisent d'avoir une activité extérieure qui serait susceptible de créer un conflit d'intérêt ;
- en cas de démission ou de licenciement, le salarié est généralement dispensé d'effectuer son préavis et ne peut plus avoir de contact avec des émetteurs ou des clients, et ce, afin de faciliter la préservation de la confidentialité des travaux et documents préparatoires aux notations ;
- la rémunération des analystes est indépendante de la note attribuée ;
- chez certaines agences, les analystes ne participent pas en règle générale aux négociations concernant la rémunération due par l'émetteur à l'agence. Chez d'autres, seuls les analystes seniors peuvent en revanche y participer.

2. Les conflits d'intérêts vis-à-vis des entreprises notées

L'ensemble des agences interrogées déclarent que la rémunération de leurs travaux de notation, qui émane des émetteurs eux-mêmes, est leur principale source de revenu et voient dans cette situation le seul réel élément porteur de risques de conflit d'intérêt. Les agences sont également unanimes à considérer que le risque de conflit d'intérêts vis-à-vis des entreprises notées est identifié de longue date et qu'il est maîtrisé.

Comme première et essentielle limitation aux risques de conflit d'intérêt, les agences soulignent tout d'abord qu'aucun de leur client (émetteur noté) ne représente une part substantielle des revenus de l'agence c'est-à-dire plus de 1 % de leur chiffre d'affaires au plan mondial.

Les agences déclarent en outre utiliser les moyens ou avoir mis en place les procédures suivantes :

- absence de lien en capital avec les entités notées ;
- absence de lien entre la rémunération des analystes et la performance des entités qu'ils suivent, détermination des rémunérations en fonction de critères définis par avance et d'une manière générale ;
- absence de lien de quelque nature que ce soit entre l'agence et un établissement financier effectuant des transactions sur les titres des sociétés ou agissant comme conseil ou banque d'affaires auprès des entités notées ou candidates à la notation ;
- prise de toutes les décisions de notation par un comité de notation (les noms et votes des membres du comité ne sont pas rendus publics pour éviter toute pression externe ou interne) ;
- procédures et muraille de chine en vigueur avec les autres activités du groupe auquel appartient l'agence ;
- séparation des équipes commerciales/ marketing et analystes ;
- absence de lien d'affaires avec les émetteurs, service de conseil ou autres activités secondaires en dehors de la notation, de la recherche et des services d'évaluation de projets.

Ces règles de conduite ne sont pas toujours systématiquement formalisées. Suivant les agences, certaines règles sont déclarées comme pratiques habituelles mais non inscrites explicitement dans le recueil de procédures internes de chaque agence.

Les agences interrogées ne disposent enfin pas d'un dispositif local de contrôle interne dédié à l'activité de notation des entreprises françaises. Il n'existe ainsi pas en France de personne en charge spécifiquement du contrôle interne et de la déontologie ou disposant d'un programme de travail annuel spécifique aux activités françaises. Les contrôles sont effectués par des personnes affectées au contrôle interne et déontologique soit au niveau européen, soit au niveau du groupe.

3. L'utilisation d'informations non publiques

Toutes les agences déclarent utiliser des informations confidentielles, transmises par les émetteurs quand ceux-ci participent au processus de notation. Elles affirment faire en sorte de préserver la confidentialité de ces informations.

Les réponses des agences font cependant apparaître certaines nuances quant au caractère essentiel ou non des informations non publiques pour le travail de notation. Celles-ci consistent le plus généralement en des prévisions d'activités ou de budget de l'exercice en cours ou à venir. Certaines agences estiment que l'accès à ces informations et leur utilisation constituent l'un des outils indispensables de la notation. D'autres la qualifient d'outil possible, mais sans exigence particulière vis à vis de l'émetteur. Un tel échange entre l'émetteur et l'agence est cependant considéré à la fois bénéfique et utile au client final dans la mesure où il contribue à la pertinence des opinions émises.

S'agissant de la confidentialité des informations non publiques transmises aux agences, la politique revendiquée par les agences est la préservation de cette confidentialité des informations. Une note ou changement de note reposant sur une ou des données non publiques sera certes rendu public mais sans que les explications afférentes fassent apparaître cette ou ces informations confidentielles. Cette politique est assortie d'un formalisme plus ou moins marqué : un accord de confidentialité n'est pas systématiquement conclu par toutes les agences avec le client noté.

L'une des agences précise qu'elle dispose en revanche rarement d'informations privilégiées au sens d'informations importantes liées à un événement non public susceptible d'avoir une incidence sur le cours de bourse. Ce type d'informations très significatives leur sont communiquées par les émetteurs très peu de temps avant leur publication, voire au même moment que le reste du marché. L'une des agences précise, qu'en cas extrême, elle se réserve éventuellement le droit de divulguer une telle information à l'occasion d'un changement important de note, si cela est nécessaire pour la compréhension de la note attribuée.

Par ailleurs, il est à noter que dans son code de procédures, Standards & Poor's précise que la confidentialité d'une information ne lui est pas opposable dès lors que la loi crée pour l'émetteur ou l'agence de notation une obligation à communiquer cette information à un tiers. Fitch déclare avoir pour principe de divulguer aux autorités compétentes ce qui relèverait d'activités à caractère frauduleux ou criminel. Dans l'hypothèse d'informations privilégiées liées à un événement spécifique tel une fusion ou un acquisition, l'agence ne publierait les conséquences sur la note qu'après que cet événement a été annoncé au marché.

Conclusions

- L'ensemble des agences déclarent avoir mis en place des règles déontologiques et des procédures internes destinées à prévenir et à gérer des conflits d'intérêts potentiels, mais avec des degrés de formalisation encore divers.
- Le flux de rémunération entre l'agence de notation et l'émetteur, à l'instar des auditeurs, constitue la principale source potentielle de conflits d'intérêts, sans toutefois qu'un autre modèle d'équilibre économique ait pu émerger. Le processus de désignation des agences de notation et de fixation de leur rémunération ne fait pas l'objet actuellement d'une procédure ou d'une information formelle dans le cadre du gouvernement d'entreprise des sociétés concernées.
- Les agences différencient :
 - les informations confidentielles, généralement à caractère prévisionnel, dont elles bénéficient régulièrement de la part des émetteurs, et pour lesquelles elles ont des procédures de gestion spécifiques ;
 - des informations privilégiées, par exemple des projets de croissance externe, dont elles n'ont pas nécessairement la primeur et sur lesquelles elles ont un discours et une pratique moins homogènes.
- Une harmonisation au plan international des règles déontologiques, des procédures de gestion de l'information, des accords de confidentialité et des contrôles internes des agences de notation y compris leur mode de publication mérite d'être considérée.

VI - LA TRANSPARENCE DES METHODES

1. Le processus de notation

Le processus décisionnel d'attribution d'une note est généralement rendu public par les agences. Il est assez voisin d'une agence à une autre : collecte et analyse des informations recueillies notamment auprès de l'émetteur, entretiens avec l'émetteur, présentation par l'analyste en charge du dossier à un comité de notation interne à l'agence auquel il appartiendra de décider collégialement de la note. La composition de ce comité n'est pas toujours la même : elle varie selon le secteur, la zone géographique, les compétences etc. L'émetteur ne participe pas à ce comité. Certaines agences indiquent cependant que l'émetteur est généralement informé de la date à laquelle le comité doit se réunir. En cas d'insatisfaction ou de désaccord de l'émetteur sur l'opinion formulée par le comité de notation sur sa situation de crédit, les agences prévoient une procédure d'appel dans l'hypothèse où l'émetteur a en sa possession des informations nouvelles et pertinentes au regard de la décision prise. Certaines agences précisent qu'en cas d'appel sur un changement de note, la note est mise sous surveillance dans l'attente de la décision du comité de notation.

Une fois la décision finale prise quant à l'attribution de la note, les agences ont pour principe de publier un communiqué de presse aussi rapidement que possible (voir partie III – 4).

2. La méthodologie de notation

Les méthodologies utilisées par les agences dans le processus de notation sont accessibles sur leur site respectif. Elles paraissent suffisamment complètes pour illustrer l'approche de l'agence de la notation de crédit d'un secteur ou d'un groupe d'émetteurs particuliers.

Globalement, la notation associe plusieurs éléments tels que l'analyse macro économique, l'expérience du secteur, les informations en provenance de l'émetteur, publiques ou non, et recueillies auprès de concurrents.

Ainsi que le précisent certaines agences, la notation résulte de l'analyse d'éléments quantitatifs et qualitatifs relatifs en particulier à la position relative, actuelle et prévisible, de l'entreprise dans son environnement de marché et à la situation financière de cette entreprise.

Cette analyse a pour objet d'aboutir à une opinion sur :

- le risque industriel et commercial, c'est-à-dire le risque sectoriel, la position concurrentielle, la stratégie : cœur de métiers, projets de développement, positionnement sur les produits et sur les marchés, identification des métiers stratégiques, plan de cession éventuel des autres activités ;
- le risque financier (politique financière, rentabilité, adéquation de la capacité d'autofinancement, gestion de la dette et de la liquidité).

Les agences de notation s'attachent également et régulièrement à évaluer la performance de leur notation en utilisant des méthodologies comparables et en observant par exemple la stabilité des notations, les taux de défaut dans la catégorie *investment grade*, la corrélation entre la notation et le défaut, ainsi que la notation moyenne des émetteurs défaillants avant que n'intervienne le défaut. En effet, la capacité des agences à prédire l'évènement de défaut reste un des indicateurs visibles de leur efficacité, le principal objectif des agences étant de procurer un classement exact en termes relatifs du risque de crédit à un moment donné, sans référence à un horizon temporel particulier. Pour ce faire, et en utilisant des méthodologies comparables, les agences de notation publient également régulièrement des informations relatives à l'évolution de la notation des émetteurs dans le temps. Ces informations sont regroupées dans des tableaux qui indiquent, soit directement le taux de défaut historique des émetteurs selon leur notation et/ou sur un horizon donné (on retrouve alors les taux historique de défaut, et les taux de défaut cumulés), soit les changements de notation au cours du temps. Les tableaux décrivant l'évolution dans le temps de la notation d'un panel d'émetteurs sont appelés « matrices de transition » et constituent un outil privilégié d'estimation des probabilités conditionnelles de défaut. Ces matrices indiquent par classe de rating et sur un horizon donné, les probabilités de passage d'un état à un autre: plus une société est notée haut à l'origine de l'échelle, moins elle a de chance de faire défaut à horizon de temps donné, et inversement.

Certains utilisateurs et émetteurs regrettent également que les changements de méthodologie ne fassent pas systématiquement l'objet d'une communication, en termes clairs et détaillés par les agences, préalablement à toute nouvelle notation basée sur cette nouvelle méthodologie. Les agences soulignent pourtant que les changements de méthodologie sont toujours publiés et, en règle générale, avant leur entrée en vigueur, une plus grande attention étant portée à cet aspect depuis les réactions suscitées par le changement de méthodologie de comptabilisation des engagements de retraite mis en œuvre par l'une d'entre elles en 2003.

3. L'analyse propre à chaque émetteur

Certaines agences précisent que la méthodologie de notation demeure la même quelle que soit l'entreprise dans un secteur donné, mais aussi que les critères de notation dépendent du type d'entité notée et de son environnement propre. Ainsi, les méthodologies publiées sont, certes, globalement toujours utilisées mais, au cas par cas, la pondération des critères retenus peut varier en fonction de l'environnement financier, économique, politique, démographique, ainsi que des caractéristiques propres de chaque émetteur ou structure d'émission. Du fait de la subjectivité inhérente à certains aspects des critères de notation, la publication d'une méthodologie ne suffit pas, en elle-même, à prédire de manière absolue l'opinion de l'agence sur le crédit d'un émetteur particulier.

La transparence des méthodologies telle qu'affichée par les agences ne semble cependant donc pas suffisante pour la bonne compréhension des notes publiées. Par ailleurs, selon les agences elles-mêmes, les professionnels et investisseurs utilisateurs de notations contactent régulièrement les analystes des agences sur les notes publiées pour mieux comprendre le raisonnement et l'analyse ayant conduit à cette appréciation. Pour les investisseurs utilisateurs, il importe, en effet, de connaître les facteurs clés retenus par l'analyste, facteurs qui varient notamment selon le secteur, l'entreprise et l'appréciation personnelle de l'analyste. Or, selon les utilisateurs des notations contactés, l'application particulière et la pondération des facteurs clés de la méthodologie ne sont pas publiées dans le communiqué sur la note et les informations succinctes qui l'accompagnent.

Les associations de trésoriers d'entreprises, dont l'AFTE, souhaitent, dans leur projet de code de bonnes pratiques que les hypothèses clés et les analyses fondamentales sur lesquelles se basent les publications de note ainsi que les raisons détaillées et complètes des retraitements des données financières au regard des données publiées soient au moins indiquées aux émetteurs.

4. Les relations avec l'émetteur lors de la diffusion de la notation

Toutes les agences déclarent qu'elles ont pour principe de ne publier une première notation qu'avec l'accord de l'émetteur. En cas de changement d'une note déjà publiée, la règle absolue est la publication dans les meilleurs délais. La pratique des agences, plus ou moins formalisée dans les règles internes qui réfèrent parfois à une simple discrétion laissée à l'agence, est celle d'une transmission préalable à l'émetteur du projet de communiqué, sans droit de veto de l'émetteur mais avec droit de correction matérielle et droit de s'opposer à la mention d'informations jugées confidentielles dans le commentaire accompagnant la publication de la note. En revanche, la relecture des rapports complets d'analyse adressés aux abonnés n'est pas toujours un droit explicite accordé à l'émetteur.

Les émetteurs considèrent généralement comme trop court le temps de réaction que leur laissent les agences pour prendre connaissance d'un communiqué sur une note. Ils souhaiteraient bénéficier au moins de quelques heures pour avoir la possibilité d'analyser le communiqué et préparer leur propre politique de communication.

Conclusions

- **Chaque agence a mis en place un dispositif d'auto-régulation et de transparence de son processus de notation et de sa méthodologie d'évaluation.**
- **Les changements de méthodologie et surtout l'explicitation des notes individuelles, avec les retraitements comptables qui les sous-tendent, sont les domaines où les émetteurs appellent à plus de transparence, et où les risques d'asymétrie d'information dans le marché sont les plus élevés.**
- **Les conditions de communication des agences avec le marché, de motivation des notes et de formalisation des relations contractuelles avec les émetteurs paraissent des sujets pertinents pour les futures discussions internationales et européennes dans ce domaine.**

VII - L'IMPACT DE L'ACTIVITE DES AGENCES DE NOTATION SUR LES EMETTEURS ET LES MARCHES FINANCIERS³⁴

Le prix des actifs financiers à un instant donné étant censé refléter l'information à disposition des investisseurs, l'activité des agences de notation est par nature susceptible d'influencer les marchés de titres, sauf à supposer que l'information qu'elles véhiculent est déjà connue et qu'elle est, de ce fait, déjà intégrée au niveau courant des prix. Les agences de notation ne produisent pas d'études spécifiquement dédiées à déterminer l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers. L'émergence puis l'affirmation du rôle des agences de notation au sein des systèmes financiers ont en revanche engendré une littérature abondante sur cette question de la relation entre l'activité de notation et la détermination du niveau des prix d'actifs. Initialement, cette littérature était exclusivement concentrée sur les marchés financiers américains, pour des raisons évidentes tenant à l'ancienneté et à la taille de ces marchés³⁵ ; progressivement, elle s'est davantage intéressée aux marchés européens, le développement du segment *corporate* du marché obligataire depuis l'avènement de l'euro et les évolutions réglementaires (*cf. supra*) n'étant pas étrangers à ce phénomène.

Les développements qui suivent sont consacrés à la présentation des principaux enseignements de cette littérature. Les deux premières sections se focalisent strictement sur la question de la réaction des prix d'actifs aux notations d'agence, sur un plan théorique puis empirique. La troisième section revient sur les méthodes de notation utilisées par les agences en lien avec la question de la stabilité des marchés.

1. Les canaux de transmission des notations aux prix : l'approche théorique

En principe, l'impact de l'activité de notation sur la formation du prix des titres de dette s'exerce au travers de deux canaux principaux (Gonzales *et al.*, 2004) : soit directement par l'information nouvelle qu'ils véhiculent au marché, soit indirectement *via* des effets d'enchaînement liés à l'existence de règles contractuelles ou émanant de la réglementation. De tels effets indirects sont susceptibles d'apparaître lorsque, par exemple, des mandats de gestion imposent aux gestionnaires de se cantonner à certaines catégories d'actifs, généralement ceux de bonne signature ; selon une telle configuration, la révision à la baisse d'une note, c'est-à-dire une élévation du risque de défaut estimé de l'émetteur, conduit mécaniquement les gérants à céder les titres détenus et à réaménager leur portefeuille, d'où un impact sur le niveau des prix.

³⁴ Dans le cadre de ce premier rapport sur l'activité des agences de notation, nous avons jugé opportun de dresser un bilan assez général des recherches académiques portant sur l'impact des notations d'agence sur les marchés financiers. Ce bilan s'inspire en partie d'une étude réalisée par Patrick Artus (IXIS-CIB) et Jérôme Teiletche (IXIS-CIB) dans le cadre des travaux du Conseil scientifique de l'AMF. Pour les éditions suivantes du rapport, une étude spécifiquement dédiée à l'impact des décisions d'agence sur le marché financier français au cours de l'année sous revue pourra être entreprise. Une telle étude pourra à nouveau s'appuyer sur les collaborations que l'AMF a mis en place avec le monde académique et les membres du Conseil scientifique.

³⁵ Aux Etats-Unis, le marché obligataire est depuis longtemps ouvert aux entreprises non financières (les "*corporates*"). Celles-ci y émettent une quantité très importante de titres de dette, au point que cette source de financement dépasse le traditionnel crédit bancaire au passif de leur bilan. Ces obligations *corporate* se retrouvent pour l'essentiel dans le portefeuille des investisseurs institutionnels, et en particulier dans celui des compagnies d'assurance-vie.

En outre, le marché de la dette peut ne pas être le seul à répercuter les changements d'appréciation des agences : des effets peuvent se diffuser jusqu'au marché des actions. D'une part, et de manière très directe, tout changement de note est susceptible de jouer sur les frais financiers des entreprises, et donc sur leur rentabilité ; il en résulte une révision des anticipations de dividendes, ce qui affecte le cours des actions de l'entreprise. D'autre part, de manière plus subtile, la révision de notation peut découler d'un changement d'appréciation des perspectives de croissance de l'entreprise. Selon cette configuration, le jugement porté par l'agence quant à la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements est conditionné aux anticipations de profit³⁶. Ce dernier vecteur cesse d'être un cas d'école dès que les analystes-crédit des agences ont accès à une information confidentielle, notamment les budgets de l'entreprise, contrairement aux analystes financiers qui fondent leur opinion d'achat ou de vente sur la seule information publique.

2. Les études empiriques

2.1 La méthodologie

De nombreux travaux académiques ont été consacrés à l'estimation de l'impact des annonces d'agences, pour l'essentiel en recourant à des "études d'événement" (cf. annexe VII). Ce type d'études permet de détecter une dynamique spécifique des prix d'actifs durant la période où se déroule la décision de l'agence. Seules les études les plus récentes ont été prises en considération, du fait des changements importants initiés par les agences dans leur mesure du risque de crédit et leur politique de communication au cours des dernières années. D'une part, les agences ont modifié leur échelle de notation par l'introduction de crans plus fins ("*notches*"). D'autre part, elles diffusent désormais auprès du public des appréciations plus qualitatives comportant des indications sur les tendances possibles des notes à court terme (ce sont les mises sous surveillance ou "*watchlist*") et à long terme (perspectives ou "*outlooks*"). Ces deux évolutions ont pu avoir des conséquences sur l'influence que les décisions des agences sont susceptibles d'exercer sur les marchés, comme le suggère l'estimation de l'impact du changement de grille de notation opéré par Moody's en 1982 (Kliger et Sarig, 2000).

Une autre évolution doit être remarquée, cette fois du côté des méthodes utilisées pour estimer le contenu informationnel des changements d'appréciation. Initialement, les études portaient directement sur les marchés obligataires et d'actions. Le segment *corporate* du marché obligataire n'est cependant pas toujours suffisamment liquide (échanges peu fréquents...) pour permettre une évaluation précise de l'impact de la notation sur le comportement des primes de risque de défaut. Pour pallier cette difficulté, des études récentes analysent l'impact des décisions d'agence sur les *credit default swap* (CDS), qui présentent une liquidité plus importante et qui constituent des mesures "pures" du risque de crédit du sous-jacent (Micu *et al.*, 2004)³⁷.

³⁶ Cette configuration est intuitivement la plus évidente. On pourrait toutefois imaginer une situation où la dégradation de la note joue positivement sur la valeur des actions de l'entreprise. Précisément, si l'abaissement de la note provient d'un recours plus important au levier d'endettement (c'est-à-dire une hausse de la dette relativement aux fonds propres de l'entreprise), alors les perspectives de hausse du résultat par action peuvent entraîner une augmentation du cours de l'action (Goh et Ederington, 1993).

³⁷ Les CDS sont des produits dérivés de crédit qui connaissent un développement très rapide et qui consistent en un échange entre l'acheteur de cette protection (contre le risque de crédit), qui verse régulièrement une prime en excès du taux monétaire de

2.2 Les principaux enseignements

Les résultats des études d'événement présentent une grande diversité³⁸, qui invite à la prudence quant aux conclusions que l'on pourrait en tirer sur l'impact effectif des annonces sur la formation des prix d'actifs. Quelques régularités semblent toutefois se dégager, aussi bien pour le marché obligataire que pour celui des CDS ou des actions. De manière générale, les études disponibles montrent que les notes émises par les agences constituent un élément explicatif du prix d'actifs. Ainsi, toute changement de note tend à se répercuter sur les cours, dans un sens conforme à l'intuition : une dégradation de la note pèse sur le prix de la dette (ou de l'action), tandis qu'un rehaussement la fait augmenter. Ces impacts sont toutefois d'ampleur limitée et ils présentent de plus une asymétrie. On tend ainsi à observer que les abaissements de note –*downgrades*– ont davantage d'influence sur le marché que les hausses de même ampleur –*upgrades*–, (Hand *et al.*, 1992)³⁹. Trois raisons sont généralement avancées pour expliquer une telle réaction asymétrique des prix. Premièrement, l'aversion au risque des investisseurs les conduirait à réagir plus fortement aux mauvaises nouvelles qu'aux bonnes. Deuxièmement, les relèvements seraient mieux anticipés que les abaissements de notation, notamment car l'entreprise communique plus rapidement les informations qui lui sont favorables que celles qui sont susceptibles de peser sur la valeur de marché de la société. Enfin, la dernière raison est d'ordre purement statistique : les études portant sur une période très récente, marquée par un marché baissier et une conjoncture peu porteuse, le nombre de relèvements serait insuffisant pour permettre d'obtenir des résultats significatifs.

Il semble par ailleurs exister des effets de seuil, dans le sens où l'ampleur de l'impact des annonces dépend du niveau initial de la note. Plus précisément, l'impact sera plus fort pour des titres mal notés, et tout particulièrement lorsque l'annonce aura pour conséquence un passage dans la catégorie des titres spéculatifs. Ce résultat pourrait découler des règles précitées d'investissement, qui limitent souvent le champ des placements possibles aux seuls titres appartenant aux *Investment grade*. Il semblerait également que l'impact soit plus ou moins fort selon les secteurs d'activité. Ainsi, Gropp et Richards (2001) tendent à montrer que le prix des actions émises par les banques européennes est sensible aux changements de note, mais pas les titres de dette. Cela pourrait provenir du rôle primordial que jouent les banques dans le système de paiement, et qui conduirait à réduire tout risque effectif de défaut, selon le principe du "*Too big to fail*".

Deux principales raisons peuvent être avancées pour expliquer pourquoi les décisions d'agence n'ont pas un caractère plus décisif sur le comportement des prix d'actifs, et notamment sur celui dont le lien est *a priori* le plus direct, à savoir le prix des titres de dette.

Premièrement, les agences donnent une appréciation du risque de défaut, lequel n'est qu'une composante de la prime de risque exigée par les investisseurs : la formation des taux d'intérêt répond à de multiples facteurs, et

référence, et son vendeur qui s'engage à rembourser la partie de la dette qui n'est pas recouvrée en cas de défaut de l'entreprise sous-jacente (i.e. sur laquelle est écrit le CDS).

³⁸ Cf références bibliographiques en annexe VI

³⁹ François-Heude et Paget-Blanc (2004) confirment cette asymétrie dans le cas du marché des actions français (2004). Plus précisément, ils montrent que l'annonce d'un abaissement de note se traduit le jour suivant par des rendements anormaux négatifs, alors qu'aucune réaction du même type ne peut être constatée lorsqu'il s'agit d'un relèvement.

l'opinion des agences n'est pas le seul déterminant de l'évolution des écarts de rémunération entre dettes au cours du temps. Lubochinsky (2002) rappelle à cet égard que le risque de défaut constitue, d'après les estimations disponibles, une part finalement assez modeste des écarts de rémunération entre obligations d'entreprise et obligations d'Etat, surtout pour les entreprises bénéficiant d'une bonne notation. D'autres éléments jouent un rôle certainement plus important, comme le risque systématique (ou non diversifiable), provenant de la corrélation entre les marchés d'actions et les marchés d'obligations, ou le risque de liquidité. Ce dernier facteur composerait d'ailleurs l'essentiel de la prime de risque, les titres *corporate* se négociant en règle générale sur des marchés étroits où il est difficile de se désengager rapidement et sans risque de perte en capital.

La seconde raison est d'ordre méthodologique. Les principes d'élaboration des notes peuvent conduire à une certaine déconnexion entre celles-ci et les dynamiques de marché. La solidité financière des entreprises est évaluée par les agences dans une perspective de long terme, ou "à travers le cycle" pour reprendre la terminologie employée par les agences. L'évolution des probabilités de défaut au sein du cycle macroéconomique (baisse en expansion, hausse en récession) affecte l'ensemble des émetteurs de la même manière et ne donne pas lieu à une révision de notes : celles-ci correspondent à une mesure ordinale (c'est-à-dire relative) du risque, et non à une mesure cardinale (c'est-à-dire absolue). Selon cette logique, les notes présentent une certaine rigidité par rapport aux mouvements de court terme de la conjoncture et des marchés, lesquels tendent à intégrer instantanément dans les prix le flux d'informations sur les sociétés. Certains avancent que cette politique de révision peu fréquente des notes conduirait à limiter l'impact sur les prix des changements d'opinion des agences, dans la mesure où l'information sous-tendant un tel changement serait déjà prise en compte par les intervenants.

3. Les méthodes d'évaluation du risque de crédit et la stabilité des marchés

Les agences de notation exercent *a priori* un rôle fondamental pour le développement des marchés financiers. La réduction de l'asymétrie d'information entre l'emprunteur (informé) et l'investisseur (non -ou peu- informé) *via* la diffusion d'une information pertinente doit contribuer à limiter les phénomènes d'anti-sélection, mécanisme dont la finalité se traduit par une mauvaise tarification des financements et par l'éviction des emprunteurs de bonne qualité. De ce point de vue, l'enjeu est réel dans la mesure où le marché des obligations privées peut être amené à jouer en Europe un rôle important dans les prochaines années, dans un contexte où l'offre de titres d'Etat est limitée par des politiques budgétaires axées sur la réduction des déficits publics et où la demande de titres de long terme est au contraire stimulée par l'innovation financière et la réforme des systèmes de retraite. Pour assumer pleinement ce rôle d'information du marché, les méthodes d'évaluation du risque doivent naturellement être appropriées. Sur ce point, deux questions méritent d'être soulevées. La première est celle de la stabilité des notes, partant du principe qu'une fréquence trop élevée de révision des appréciations peut être de nature à engendrer de l'incertitude et à finalement déstabiliser les marchés ; la seconde a trait à la prise en compte des clauses contingentes.

3.1 La question de la stabilité des notes

Au tournant des années 2000, des événements majeurs de nature macroéconomique (crise des pays émergents en 1997) et microéconomique (faillites de Enron, Worldcom...) ont contribué à jeter un doute sur la qualité des opinions émises par les agences et sur leur réactivité⁴⁰. Ces interrogations ont créé une pression sur les agences, qui ont pu se trouver dans une situation délicate du point de vue de l'attitude à adopter en matière de stratégie d'évaluation. D'un côté, l'objectif des agences est d'assurer une certaine permanence des notes attribuées, c'est le concept de notation "à travers le cycle" décrit précédemment. Ce choix vise à donner de la visibilité aux acteurs du marché au sens où il consiste à leur fournir une évaluation "fondamentale" du risque de défaut d'un émetteur. Cette pérennité a un avantage *a priori* indéniable du point de vue de la formation des prix : elle a un caractère stabilisateur. D'un autre côté, les agences ont pu être incitées à augmenter leur réactivité, et donc à introduire davantage de considérations de court terme dans leur notation, avec comme éventuelle conséquence une instabilité accrue des notes. Les agences considèrent de leur côté que le processus de notation est affiné et révisé en permanence et que l'introduction de certaines considérations de crédit à court terme ne détériore pas la stabilité de ses notations

Les études disponibles portant sur la fréquence de révision des notes, qu'elles émanent de cercles académiques ou des agences elles-mêmes, tendent à confirmer la stabilité des opinions des agences relativement aux évaluations fondées sur des méthodes alternatives, et tout particulièrement celles fondées sur des données de marché⁴¹ (Catarineu-Rabell *et al.*, 2003). Ce résultat ne doit cependant pas masquer la tendance des notes d'agence à devenir plus instables. S'il s'agit d'une tendance qui a commencé à se dessiner au cours des deux dernières décennies, elle s'est accentuée très récemment. Comme le note l'agence de notation Moody's (2003), les années 2001-2002 ont enregistré des niveaux de volatilité record, puisque plus du quart des émetteurs ont été concernés par un changement, dont 7% par un changement jugé très significatif (trois crans de notation ou plus). Il faut bien entendu remarquer que cette période a été marquée par des chocs très violents affectant la confiance des investisseurs dans l'ensemble des acteurs de marché, et qu'à ce titre elle a un caractère exceptionnel. Cette période, comme le soulignent les agences a été également caractérisée par un rationnement important du crédit, expliquant en partie cette augmentation du niveau de la volatilité. Toutefois, la tendance à l'instabilité accrue des notes pourrait également être en partie le résultat de changements méthodologiques initiés par les agences. Notamment, un recours plus important aux indicateurs de marché pour affiner leur diagnostic pourrait être un élément d'explication (Gonzales, 2004). Un tel recours se justifierait par la volonté d'augmenter la qualité de la prévision à court terme des notations, partant du constat que les indicateurs de marché présentent à court terme (un an) une capacité prédictive plus élevée.

3.2 La prise en compte des clauses contingentes

Les clauses contingentes correspondent à des mécanismes de protection des prêteurs et, par voie de conséquence, de réduction du coût des financements pour l'emprunteur. Certaines entreprises y recourent largement pour faciliter leur accès au marché du crédit (cf. *supra*). Les clauses contingentes peuvent ne pas être neutres du point de vue

⁴⁰ Quelques jours à peine avant leur faillite, Enron et Worldcom appartenaient à la catégorie des *investment grade*, et à ce titre n'étaient pas considérées comme présentant un risque de défaut important.

⁴¹ Le modèle de Merton (1974) est le modèle le plus célèbre d'évaluation du risque de crédit d'une entreprise à partir de données de marché. D'après ce modèle, le risque de défaut augmentera lorsque le recours au levier s'élèvera, par exemple *via* une baisse de la valeur de marché des actions de l'entreprise, ou lorsque la volatilité des cours boursiers augmentera.

des interactions entre les notations et les dynamiques de marché. Le danger de telles clauses provient de l'effet de réaction en chaîne, lequel peut transformer un événement de crédit d'une importance significative mais non nécessairement vitale (un abaissement de la note par exemple) en une crise de liquidité. Une telle configuration peut survenir lorsque la clause stipule que le passage dans la catégorie *speculative grade* entraîne un remboursement anticipé de la dette. Il en résulte un besoin de fonds immédiat que la firme peut avoir du mal à combler, du fait justement de sa moins bonne signature. Comme le note Levy (2002), l'utilisation de ces clauses doit conduire les différents acteurs du marché de la dette à une grande prudence. En particulier, un effort doit être réalisé par les agences de notation de manière à ce que soit mieux quantifié les effets potentiellement déstabilisateurs qu'elles peuvent engendrer. Autrement dit, les clauses contingentes doivent rentrer pleinement en compte dans le processus d'évaluation du risque de crédit des entreprises. Toutefois comme le mentionnent les agences de notation, les émetteurs ne rendent pas toujours publiques de telles clauses et leurs prises en compte apparaît de ce fait difficile.

Conclusions

L'AMF envisage d'entamer des travaux de recherche en liaison avec le monde académique et en particulier au sein de son Conseil scientifique, pour mieux appréhender les relations entre le processus de notation des émetteurs et les évolutions du marché de la dette ou des actions. Comme déjà mentionné sur les sujets précédents, un accent particulier devra être mis sur les financements structurés et la titrisation qui sont un domaine encore aujourd'hui peu balisé par la recherche fondamentale et dont l'importance économique ne manquera pas de se confirmer dans les prochaines années.

CONCLUSION GENERALE

L'activité de notation a enregistré une croissance très significative en France depuis les années 1990. Ce phénomène est en grande partie lié au développement rapide, sur cette même période, des émissions obligataires des entreprises et de l'essor du marché des financements structurés, opérations de titrisation et autres techniques de transfert de crédit, comme substituts au financement de bilan. Ce marché de la dette et des instruments dérivés qui lui sont liés devrait continuer à croître fortement en Europe et en France dans les prochaines années, si l'on en juge par l'écart qui nous sépare encore du marché nord-américain, en taille comme en degré de sophistication des produits.

La sphère d'influence de la notation va au-delà des instruments de marché proprement dits, puisqu'elle est devenue une référence dans les clauses conditionnelles de nombreux contrats privés, notamment de financements bancaires, ainsi que l'un des critères fondamentaux d'investissement de beaucoup d'investisseurs institutionnels ou de gestionnaires de fonds. En outre la plupart des grands groupes français cotés en bourse sont désormais notés par au moins une agence de notation de crédit, créant également un lien potentiel entre notation et marché des actions.

La notation, comme outil d'évaluation relative et homogène de la qualité de signature des émetteurs, est ainsi devenu un des outils clés de sécurisation du marché de la dette au sens large. Les agences de notation, en centralisant la prestation d'analyse de crédit pour une proportion croissante du marché, ont été en outre un puissant vecteur d'économies d'échelle pour les intermédiaires et les investisseurs finaux qui ont pu ainsi accroître sensiblement leur exposition au risque entreprise sans démultiplier les investissements internes dans ce domaine.

La concentration naturelle du marché autour de trois agences, Moody's, Standard & Poor's et Fitch, s'est certes amenuisée ou relativisée depuis quelques années, comme le montrent les études d'impact et le développement des capacités concurrentes d'analyse-crédit dans les départements obligataires des banques d'investissement ou chez les gestionnaires d'actifs. La notation par une agence indépendante demeure néanmoins un concept pertinent aussi bien au plan économique que déontologique, sans parler du rôle central joué par les agences dans les opérations structurées de financement d'actifs.

Paradoxalement ce service n'est que très faiblement rémunéré par les investisseurs ou les intermédiaires. L'équation financière de la notation, fondée depuis trente ans sur une rémunération directe des agences par les émetteurs notés, n'est donc pas sans poser un problème évident de gestion de conflit d'intérêts. Les agences ont mis en place un certain nombre de mesures, visant à limiter les concrétisations de ce risque. La problématique a été réglée jusqu'à présent grâce à un équilibre subtil et délicat fondé sur l'auto-régulation, au travers de codes de bonne conduite internes, la pression du marché et des pairs, la crainte du risque de réputation chez les clients et surtout l'indépendance économique des trois acteurs, fondée sur une forte concentration du marché, entretenue depuis trente ans par la régulation américaine.

Cette approche ne suffira sans doute plus si, du fait de l'expansion de l'offre et de la pression commerciale, un nombre plus élevé d'acteurs sont autorisés à intervenir dans ce secteur par les régulateurs de marché ou les autorités prudentielles. Les risques, du fait de la concurrence et d'une plus grande fragilité économique des agences anciennes ou nouvelles, devraient naturellement conduire les régulateurs à engager différents chantiers dans le cadre des travaux menés actuellement au plan européen et international.

Seront notamment à considérer les liens de la notation avec le gouvernement d'entreprise des sociétés concernées, le rôle des instances dirigeantes ou de l'assemblée générale et les règles de transparence dans le processus de choix des agences et de détermination des frais de notation. Devront également être abordées les conditions de maintien d'une autorégulation active de la part des agences, autour en particulier des questions de formalisation et de transparence des liens contractuels avec les émetteurs, des procédures de contrôle interne ou déontologique, de

la gestion des informations confidentielles et de communication externe, des prestations de service annexe d'évaluation, ou encore des méthodologies et de la motivation des notes individuelles. Enfin les régulateurs devront s'interroger sur leur rôle, au moment où les textes confient de plus en plus de responsabilités aux agences en termes de sécurisation des investisseurs, des intermédiaires et du public. Cette situation appelle nécessairement une réflexion sur la nécessité de règles plus précises et plus harmonisées, sur la question du contrôle effectif des agences et des processus de notation, ou encore de l'implication du régulateur de marché et du régulateur prudentiel dans les méthodologies d'évaluation du risque de crédit et l'appréciation du risque systémique induit par les évolutions de ce marché, notamment dans le domaine des financements structurés.

Ces questions ne peuvent être efficacement traitées qu'à l'occasion des prochaines négociations internationales entre régulateurs dans ce domaine. La structure organisationnelle des agences, conçue sur un plan européen, voire mondial pour certaines fonctions, se prête en effet mal à des analyses à angle de vue purement national. La difficulté de réunion de statistiques analytiques pertinentes sur l'activité française des agences, dans le cadre de la préparation de ce rapport, a montré les limites de ce type d'exercice. Le besoin d'appréciation cohérente et de supervision efficace des activités de notation plaide donc pour un régime européen dans tous les cas de figure.

ANNEXE I : Document de consultation de l'OICV sur le Code de conduite des agences de notation (octobre 2004)

CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES

INTRODUCTION

Credit rating agencies (CRAs) can play an important role in modern capital markets. CRAs typically opine on the credit risk of issuers of securities and their financial obligations. Given the vast amount of information available to investors today – some of it valuable, some of it not – CRAs can play a useful role in helping investors and others sift through this information, and analyze the credit risks they face when lending to a particular borrower or when purchasing an issuer's debt and debt-like securities.¹

In September 2003, IOSCO's Technical Committee published a Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. The Principles were designed to be a useful tool for securities regulators, rating agencies and others wishing to articulate the terms and conditions under which CRAs operate and the manner in which opinions of CRAs should be used by market participants. Because CRAs are regulated and operate differently in different jurisdictions, the Principles laid out high-level objectives that rating agencies, regulators, issuers and other market participants should strive toward in order to improve investor protection and the fairness, efficiency and transparency of securities markets and reduce systemic risk. The Principles were designed to apply to all types of CRAs operating in various jurisdictions. However, to take into account different market, legal and regulatory circumstances, the manner in which the Principles were to be implemented was left open. The Principles contemplated that a variety of mechanisms could be used, including both market mechanisms and regulation.

Along with the Principles, IOSCO's Technical Committee also published a Report on the Activities of Credit Rating Agencies that outlined the activities of CRAs, the types of regulatory issues that arise relating to these activities, and how the Principles address these issues. The CRA Report highlighted the growing and sometimes controversial importance placed on CRA assessments and opinions, and found that, in some cases, CRAs activity is not always well understood by investors and issuers alike. Given this lack of understanding, and because CRAs typically are subject to little formal regulation or oversight in most jurisdictions, concerns have been raised regarding the manner in which CRAs protect the integrity of the rating process, ensure that investors and issuers are treated fairly, and safeguard confidential material information provided them by issuers.

Following publication of the CRA Principles, some commenters, including a number of CRAs, suggested that it would be useful if IOSCO were to develop a more specific and detailed code of conduct giving guidance on how the Principles could be implemented in practice. The following Code of Conduct Fundamentals for Credit

¹ CRAs typically provide credit ratings for different types of debts and financial obligations — including, for example, private loans, publicly and privately traded debt securities, preferred shares and other securities that offer a fixed or variable rate of return. For simplicity's sake, the term "debt and debt-like securities" is used herein to refer to debt securities, preferred shares, and other financial obligations of this sort that CRAs rate.

Rating Agencies is the fruition of this exercise. As with the Principles, with which it should be used, the CRA Code Fundamentals were developed out of discussions among IOSCO members, CRAs, representatives of the Basel Committee on Banking Supervision, the International Association of Insurance Supervisors, issuers, and the public at large. The CRA Code Fundamentals offer a set of robust, practical measures that serve as a guide to and a framework for implementing the Principles' objectives. These measures are the fundamentals which should be included in individual CRA codes of conduct, and the elements contained in the CRA Code Fundamentals should receive the full support of CRA management and be backed by thorough compliance and enforcement mechanisms. However, the measures set forth in the CRA Code Fundamentals are not intended to be all-inclusive: CRAs and regulators should consider whether or not additional measures may be necessary to properly implement the Principles in a specific jurisdiction, and the Technical Committee may revisit the CRA Code Fundamentals in the future should experience dictate that modifications are necessary. Further, the CRA Code Fundamentals are not designed to be rigid or formulistic. They are designed to offer CRAs a degree of flexibility in how these measures are incorporated into the individual codes of conduct of the CRAs themselves, according to each CRA's specific legal and market circumstances. However, in developing their own codes of conduct, CRAs should keep in mind that securities regulators may decide to incorporate the CRA Code Fundamentals into their own regulatory oversight, may decide to supervise compliance with the CRA Code Fundamentals, and/or may decide to provide for an outside arbitration body to enforce the CRA Code Fundamentals. Jurisdictions may also rely on market mechanisms to enforce compliance with the CRA Code Fundamentals, as the market may judge a CRA adversely if its own code of conduct fails to address the provisions contained in the CRA Code Fundamentals.

Finally, the CRA Code Fundamentals address measures that CRAs should adopt to help ensure that the CRA Principles are properly implemented. The CRA Code Fundamentals do not address the equally important obligations issuers have of cooperating with and providing accurate and complete information to the marketplace and the CRAs they solicit to provide ratings. While aspects of the CRA Code Fundamentals deal with a CRA's duties to issuers, the essential purpose of the CRA Code Fundamentals is to promote investor protection by safeguarding the integrity of the rating process. IOSCO members recognize that credit ratings, despite their numerous other uses, exist primarily to help investors assess the credit risks they face when making certain kinds of investments. Maintaining the independence of CRAs vis-à-vis the issuers they rate is vital to achieving this goal. Provisions of the CRA Code Fundamentals dealing with CRA obligations to issuers are designed to improve the quality of credit ratings and their usefulness to investors. These provisions should not be interpreted in ways that undermine the independence of CRAs or their ability to issue timely ratings opinions.

Like the IOSCO CRA Principles, the objectives of which are reflected herein, the CRA Code Fundamentals are also intended to be useful to all types of CRAs relying on a variety of different business models. The CRA Code Fundamentals do not indicate a preference for one business model over another, nor are the measures described therein designed to be used only by CRAs with large staffs and compliance functions. Accordingly, the types of mechanisms and procedures CRAs adopt to

ensure that the provisions of the CRA Code Fundamentals are followed will vary according to the market and legal circumstances in which the CRA operates.

Structurally, the CRA Code Fundamentals are broken into three sections and draw upon the organization and substance of the Principles themselves:

- The Quality and Integrity of the Rating Process;
- CRA Independence and the Avoidance of Conflicts of Interest; and,
- CRA Responsibilities to the Investing Public and Issuers.

TERMS

The CRA Code Fundamentals are designed to apply to any CRA and any person employed by a CRA in either a full-time or part-time capacity. A CRA employee who is primarily employed as a credit analyst is referred to as an “analyst.”

For the purposes of the CRA Code Fundamentals, the terms “CRA” and “credit rating agency” refer to:

- Those entities whose primary business is the issuance of credit ratings for the purposes of evaluating the credit risk of issuers or debt and debt-like securities; or
- Any organization whose ratings are recognized for regulatory purposes by a financial regulatory authority.

For the purposes of the CRA Code Fundamentals, a “credit rating” is an opinion forecasting the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system. As described in the CRA Report, credit ratings are not recommendations to purchase or sell any security.

THE IOSCO CODE OF CONDUCT REGARDING THE ACTIVITIES OF CREDIT RATING AGENCIES

As described in the IOSCO CRA Principles, CRAs should endeavor to issue opinions that help reduce the asymmetry of information that exists between borrowers and debt and debt-like securities issuers, on one side, and lenders and the purchasers of debt and debt-like securities on the other. Rating analyses of low quality or produced through a process of questionable integrity are of little use to market participants. Stale ratings that fail to reflect changes to an issuer’s financial condition or prospects may mislead market participants. Likewise, conflicts of interest or other undue factors – internal and external – that might, or even appear to, impinge upon the independence of a rating decision can seriously undermine a CRA’s credibility. Where conflicts of interest or a lack of independence is common at a CRA and hidden from investors, overall investor confidence in the transparency and integrity of a market can be harmed. CRAs also have responsibilities to the investing public and to

issuers themselves, including a responsibility to protect the confidentiality of some types of information issuers share with them.

To help achieve the objectives outlined in the CRA Principles, which should be read in conjunction with the CRA Code Fundamentals, CRAs should adopt, publish and adhere to a Code of Conduct containing the following measures:

1. QUALITY AND INTEGRITY OF THE RATING PROCESS

A. Quality of the Rating Process

- 1.1 *The CRA should adopt, implement and enforce written procedures and methodologies to ensure that the opinions it disseminates are based on a thorough analysis of all relevant information available to the CRA.*
- 1.2 *The CRA should use rating methodologies that are rigorous, systematic, and, where possible, result in ratings that can be subjected to some form of objective validation based on historical experience.*
- 1.3 *In assessing an issuer's creditworthiness, analysts involved in the preparation or review of any rating action should use methodologies established by the CRA.*
- 1.4 *Credit ratings should be assigned by the CRA and not by any individual analyst employed by the CRA; ratings should reflect all public and non-public information known, and believed to be relevant, to the CRA; and the CRA should use people who, individually or collectively have appropriate knowledge and experience in developing a rating opinion for the type of credit being applied.*
- 1.5 *The CRA should maintain internal records to support its credit opinions for a reasonable period of time or in accordance with applicable law.*
- 1.6 *The CRA and its analysts should take steps to avoid issuing any credit analyses or reports that contain misrepresentations or are otherwise misleading as to the general creditworthiness of an issuer or obligation.*
- 1.7 *The CRA should ensure that it has and devotes sufficient resources to carry out high-quality credit assessments of all obligations and issuers it rates. When deciding whether to rate or continue rating an obligation or issuer, 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 make such an assessment.*
- 1.8 *The CRA should structure its rating teams to promote continuity and avoid bias in the rating process.*

B. Monitoring and Updating

- 1.9 *Except for “point in time” 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. *regularly reviewing the issuer’s creditworthiness;*
 - b. *initiating a review of the status of the rating upon receipt of any information that might reasonably be expected to result in a rating action (including termination of a rating); and,*
 - c. *updating on a timely basis the rating, as appropriate, based on the results of such review.*
- 1.10 *Where a CRA makes its ratings available to the public, the CRA should publicly announce if it discontinues rating an issuer or obligation. Continuing publications by the CRA of the discontinued rating should indicate the date the rating was last updated and the fact that the rating is no longer being updated. Where a CRA’s ratings are provided only to its subscribers, the CRA should announce to its subscribers if it discontinues rating an issuer or obligation. Continuing publications by the CRA of the discontinued rating should indicate the date the rating was last updated and the fact that the rating is no longer being updated.*

C. Integrity of the Rating Process

- 1.11 *The CRA and its employees should comply with all applicable laws, rules and regulations governing its activities in each jurisdiction in which it operates.*
- 1.12 *The CRA and its employees should deal fairly and honestly with issuers, investors, other market participants, and the public.*
- 1.13 *The CRA’s analysts should be held to high standards of integrity, and the CRA will not employ individuals with demonstrably compromised integrity.*
- 1.14 *The CRA and its employees should not, either implicitly or explicitly, give issuers any assurance or guarantee of a particular rating prior to a rating assessment.*
- 1.15 *The CRA should institute policies and procedures that clearly specify a person responsible for the CRA’s and the CRA’s employees’ compliance with the provisions of the CRA’s code of conduct and with applicable laws and regulations. This person’s reporting lines and compensation should be independent of the CRA’s rating operations.*
- 1.16 *Upon becoming aware that another employee or entity associated with the CRA is or has engaged in conduct that is illegal, unethical or contrary to the CRA’s code of conduct, a CRA employee should report such information*

immediately to the individual in charge of compliance or an officer of the CRA, as appropriate, so proper action may be taken. Its employees are not necessarily expected to be experts in the law. Nonetheless, its employees are expected to report the activities that a reasonable person would question. Any CRA officer who receives such a report from a CRA employee is obligated to take appropriate action, as determined by the laws and regulations of the jurisdiction and the rules and guidelines set forth by the CRA.

2. CRA INDEPENDENCE AND AVOIDANCE OF CONFLICTS OF INTEREST

A. General

- 2.1 The CRA and its analysts should use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity.*
- 2.2 The determination of a credit rating should be influenced only by factors relevant to the credit assessment.*
- 2.3 The CRA should not forbear or refrain from taking a rating action based on the potential effect (economic, political, or otherwise) of the action on the CRA, an issuer, an investor, or other market participant.*
- 2.4 The credit rating a CRA assigns to an issuer or security should not be affected by the existence of or potential for a business relationship between the CRA (or its affiliates) and the issuer (or its affiliates) or any other party, or the non-existence of such a relationship.*
- 2.5 The CRA should separate its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including consulting businesses, that may present a conflict of interest.*

B. CRA Procedures and Policies

- 2.6 The CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify, and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses CRAs make or the judgment and analyses of the individuals the CRAs employ who have an influence on ratings decisions. The CRA's code of conduct should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.*
- 2.7 The CRA's disclosures of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.*
- 2.8 The CRA should disclose the general nature of its compensation arrangements with rated entities. Where a CRA receives from a rated entity compensation unrelated to its rating service, such as compensation for*

consulting services, the CRA should disclose the proportion such non-rating fees constitute against the fees the CRA receives from the entity for ratings services.

- 2.9 *The CRA and its staff should not engage in any securities or derivatives trading presenting conflicts of interest with the CRA's ratings activities.*
- 2.10 *In instances where rated entities (e.g., governments) have, or are simultaneously pursuing, oversight functions related to the CRA, the CRA should use different employees to conduct its rating actions than those employees involved in its oversight issues.*

C. CRA Analyst and Employee Independence

- 2.11 *Reporting lines for CRA employees and their compensation arrangements should be structured to eliminate or effectively manage actual and potential conflicts of interest. The CRA's code of conduct should also state that a CRA analyst will not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that the CRA derives from issuers that the analyst rates or with which the analyst regularly interacts.*
- 2.12 *The CRA should not have analysts initiate, or participate in, discussions regarding fees or payments with any entity they rate.*
- 2.13 *No CRA employee should participate in or otherwise influence the determination of the CRA's rating of any particular entity or obligation if the employee:*
 - a. *Owns securities or derivatives of the rated entity or any related entity thereof;*
 - b. *Has had an employment or other significant business relationship with the rated entity within the previous six months;*
 - c. *Has an immediate relation (i.e., spouse, partner, parent, child, sibling) who currently works for the rated entity; or*
 - d. *Has, or had, any other relationship with the rated entity or any agent of the rated entity that may be perceived as presenting a conflict of interest.*
- 2.14 *The CRA's analysts and anyone involved in the rating process (or members of their immediate household) should not buy or sell or engage in any transaction in any security or derivative based on a security issued, guaranteed, or otherwise supported by any entity within such analyst's area of primary analytical responsibility, other than holdings in diversified mutual funds.*
- 2.15 *CRA employees should be prohibited from soliciting money, gifts or favors 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.

- 2.16 *Any CRA analyst who becomes involved in any personal relationship that creates the potential for any real or apparent 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 appropriate manager or officer of the CRA, as determined by CRA compliance policies.*

3. CRA RESPONSIBILITIES TO THE INVESTING PUBLIC AND ISSUERS

A. Transparency and Timeliness of Ratings Disclosure

- 3.1 *The CRA should distribute in a timely manner its ratings decisions regarding the entities and securities it rates.*
- 3.2 *The CRA should publicly disclose its policies for distributing ratings and reports.*
- 3.3 *Except for “private ratings” provided only to the issuer, the CRA should disclose to the public, on a non-selective basis and free of charge, any rating regarding publicly issued securities, or public issuers themselves, as well as any subsequent decisions to discontinue such a rating, if the rating action is based in whole or in part on material non-public information.*
- 3.4 *The CRA should publish sufficient information about its procedures, methodologies and assumptions so that outside parties can understand how a rating was arrived at by the CRA. This information will include (but not be limited to) the meaning of each rating category and the definition of default and the time horizon the CRA used when making a rating decision.*
- 3.5 *When issuing a rating, CRAs should explain in their press releases and reports the key elements underlying their rating decision.*
- 3.6 *Where feasible and appropriate, prior to issuing or revising a rating, the CRA should advise the issuer of the critical information and principal considerations upon which a rating will be based and afford the issuer 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. The CRA will duly evaluate the response.*
- 3.7 *In order to promote transparency and to enable the market to best judge the performance of the ratings, the CRA, where possible, should publish sufficient information about the historical default rates of CRA rating categories and whether the default rates of these categories have changed over time, so that interested parties can understand the historical performance of each category and if and how ratings categories have changed, and be able to draw quality comparisons among ratings given by different CRAs. If the nature of the rating or other circumstances make a*

historical default rate inappropriate, statistically invalid, or otherwise likely to mislead the users of the rating, the CRA should explain this.

- 3.8 *The CRA should disclose when its ratings are not initiated at the request of the issuer and whether the issuer participated in the rating process.*
- 3.9 *Because users of credit ratings rely on an existing awareness of CRA practices, procedures and processes, the CRA should fully and publicly disclose modification of these practices, procedures and processes. The CRA should carefully consider the various uses of credit ratings before modifying its practices, procedures and processes.*

B. The Treatment of Confidential Information

- 3.10 *The CRA should adopt procedures and mechanisms to protect the confidential nature of information shared with them by issuers 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 or required by applicable laws or regulations, the CRA and its employees should not disclose confidential information in press releases, through research conferences, to future employers, or conversations with investors, other issuers, or other persons, or otherwise.*
- 3.11 *Where a CRA is made aware of non-public information of the kind required to be disclosed under applicable laws and regulations, depending on the jurisdiction, the CRA may be obligated to make this information available to the public. However, prior to doing so, the CRA should indicate to the issuer its intent to release this information and permit the issuer to immediately disclose this information itself. The timeframe a CRA should provide an issuer to make this disclosure should be limited.*
- 3.12 *The CRAs should use confidential information only for purposes related to their rating activities or otherwise in accordance with their confidentiality agreements with the issuer.*
- 3.13 *CRA employees should take all reasonable measures to protect all property and records belonging to or in possession of the CRA from fraud, theft or misuse.*
- 3.14 *CRA employees should be prohibited from engaging in transactions in securities when they possess confidential information concerning the issuer of such security.*
- 3.15 *In preservation of confidential information, CRA employees should familiarize themselves with the internal securities trading policies maintained by their employer, and periodically certify their compliance as required by such policies.*

- 3.16 *CRA employees should not selectively disclose any non-public information about rating opinions or possible future rating actions of the CRA.*
- 3.17 *CRA employees should not share confidential information entrusted to the CRA with employees of any affiliated entities that are not CRAs. CRA employees should not share confidential information within the CRA except on an “as needed” basis.*
- 3.18 *CRA employees should not use or share confidential information for the purpose of trading securities, or for any other purpose except the conduct of the CRA’s business.*

4. DISCLOSURE OF THE CODE OF CONDUCT

- 4.1 *The CRA should disclose to the public its code of conduct and describe how the provisions of its code of conduct are consistent with the provisions of the IOSCO Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies and the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. The CRA should also describe generally how it intends to implement and enforce its code of conduct and disclose on a timely basis any changes to its code of conduct or how it is implemented and enforced.*

ANNEXE II

Résolution du Parlement européen du 10 février 2004

Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081(INI))

Le Parlement européen

- vu la déclaration de principes sur les activités des agences de notation de crédit publiée par l'OICV⁽¹⁾,
 - vu la mise en oeuvre du Plan d'action pour les services financiers, en particulier de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières⁽²⁾, de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)⁽³⁾ et de la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts⁽⁴⁾,
 - vu le questionnaire d'orientation ('concept release') publié le 4 juin 2003 par la Commission des opérations de bourse des États-Unis (SEC) sous le titre 'Rating Agencies and the Use of Credit Ratings Under the Federal Securities Laws',
 - vu les observations formulées par le Forum sur la stabilité financière,
 - vu l'article 163 de son règlement,
 - vu le rapport de la commission économique et monétaire (A5-0040/2004),
- A. considérant que les agences de notation ont, dans l'ensemble, acquis une solide réputation de responsabilité, d'indépendance de jugement et d'efficacité dans l'évaluation de la solvabilité des emprunteurs opérant sur les marchés financiers,
- B. considérant que, dans quelques cas particuliers, il a été reproché aux agences de notation soit de fournir des notations inadéquates, soit de contribuer à la déstabilisation des marchés,
- C. considérant que le secteur des agences de notation présente une structure fortement concentrée, sur le plan mondial comme au niveau local,
- D. considérant que des conflits potentiels d'intérêts ont été relevés dans les méthodes de rémunération, les conditions de l'accès aux informations privilégiées et les activités connexes des agences de notation,
- E. considérant que les agences de notation sont centrées, de par l'identité de leurs propriétaires et des entreprises notées, principalement sur les États-Unis,

F. considérant que les autorités de réglementation des États-Unis (la SEC) ont conféré à un certain nombre d'agences le statut d'organisations de notation statistique reconnues sur le plan national (NRSRO) et instauré entre les agences une hiérarchie susceptible d'avoir de graves conséquences dans l'ordre réglementaire et lourde de connotations protectionnistes,

G. considérant que la distinction effectuée entre la notation 'investment grade' (faible niveau de risque) et la notation 'speculative grade' (niveau de risque élevé) a des implications uniquement lorsque les notations en question sont produites par les NRSRO,

H. considérant que la SEC n'est pas formellement tenue d'appliquer des critères précis lorsqu'elle classe une agence parmi les NRSRO,

I. considérant qu'il n'existe pas dans l'Union européenne une autorité de réglementation comparable à la SEC,

J. considérant que les marchés financiers européens sont confrontés à la perspective du recours de plus en plus fréquent aux évaluations de solvabilité appliquées aux entreprises et à des fins réglementaires,

K. considérant que les agences sont de plus en plus nombreuses à délivrer des notes fondées sur des critères autres que financiers, comme les critères éthiques, sociaux ou environnementaux, et que ces notations influenceront sans doute de plus en plus sur les décisions de placement des particuliers et des investisseurs professionnels,

L. considérant que la notation, telle que les agences la pratiquent, est un processus continu d'évaluation qui se traduit par la révision à la hausse ou à la baisse des notes attribuées aux débiteurs,

M. considérant que l'abaissement d'une note a des conséquences sur le plan réglementaire (les conditions requises pour figurer dans le portefeuille-titre des investisseurs institutionnels ne sont plus remplies) et sous l'angle des coûts (obligation de constituer des nantissements supplémentaires, d'adapter les taux d'intérêt nominaux ou d'accélérer l'amortissement de la dette),

N. considérant que, à l'exception du représentant d'une autorité publique de réglementation, tous les intervenants qui ont été entendus lors de l'audition publique organisée par le Parlement européen le 24 novembre 2003 ont fait valoir qu'une réglementation n'était pas nécessaire et pourrait être contre-productive, mais que les témoins invités par le Parlement ne constituaient pas un échantillon aléatoire représentatif et statistiquement contrôlé des acteurs du marché et que, de plus, certains d'entre eux ont pu subir la très forte influence que les agences exercent sur le consensus du marché,

1. reconnaît l'utilité que revêt pour les emprunteurs, les investisseurs et les autorités de réglementation l'évaluation par les agences de notation de la solvabilité des débiteurs et de leur positionnement au regard de critères autres que financiers, mais aussi les risques que recèle une dépendance aussi forte à l'égard de cette évaluation;

2. reconnaît le rôle joué par les agences de notation dans la réduction du coût des capitaux, en ce sens qu'elles atténuent les asymétries d'information entre les acteurs du marché et renforcent le sentiment de confiance dans l'aptitude à honorer ses dettes;

3. fait observer que les cas ponctuels de défaillance, notamment lorsqu'ils résultent de fraudes, ne signent pas en eux-mêmes l'échec d'une agence de notation, étant donné que les notes traduisent la possibilité ou la probabilité d'un défaut de remboursement et que le système ne peut être considéré comme ayant échoué que si le nombre de cas de défaut de paiement s'écarte sensiblement de la référence caractérisant la classe de notes en question ou si les raisons de suspecter une fraude dans les cas les plus flagrants étaient trop évidentes pour être négligées;
4. suit avec intérêt l'examen critique des activités des agences de notation conduit par les autorités des États-Unis, notamment comme suite à la faillite de la société Enron;
5. prie la Commission de prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment la réalisation d'une étude coût-avantages des effets sur les marchés financiers européens, pour établir s'il est nécessaire d'instaurer, sous les auspices du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), un système européen pour l'enregistrement en Europe des agences de notation, effectué sur la base de critères bien précis et rendus publics - en particulier la crédibilité auprès des acteurs du marché, l'objectivité, l'indépendance, la compétence du personnel, la solidité financière, l'existence de procédures internes permettant d'identifier et de traiter les conflits d'intérêts et la transparence des opérations; prie, à cet égard, la Commission d'entretenir d'étroits contacts avec d'autres régulateurs des marchés de valeurs mobilières et l'Organisation internationale des commissions de valeurs, de manière à assurer la cohérence globale de toutes les évolutions dans ce secteur; demande aussi à la Commission de lui faire rapport sur les développements en ce domaine d'ici au 31 juillet 2005 et périodiquement après cette date;
6. invite la Commission et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) à établir et à entretenir d'étroits contacts avec les autorités états-uniennes au sujet de la conduite et des résultats de leur enquête, ainsi qu'à informer le Parlement des évolutions réglementaires qui pourraient être décidées aux États-Unis;
7. demande que soit favorisée l'émergence en Europe d'agences de notation qui prennent plus en compte que le font les agences actuelles les particularités et les besoins spécifiques des petites et moyennes entreprises;
8. estime que la spécialisation dans tel segment du marché ou dans certaines caractéristiques particulières des entités notées n'empêche pas qu'une agence soit traitée par les autorités dans des conditions identiques à celles qui s'appliquent aux agences ayant un champ d'activité plus large;
9. invite la Commission, le CERVM et le Comité des banques européennes (EBC) à formuler des recommandations précises, au vu des conclusions du Forum sur la stabilité financière, du rapport de l'OICV sur les agences de notation de crédit, ainsi que de l'expérience acquise par la Commission des opérations de bourse des États-Unis dans l'agrément des agences de notation et de la réforme de cette procédure, quant aux critères qui s'imposent pour assurer une plus grande transparence dans les activités des agences de notation et à la nécessité d'étudier un mécanisme de réglementation d'ici au 31 juillet 2005 et périodiquement après cette date;
10. estime que, les agences de notation poursuivant des objectifs d'intérêt général, l'obligation de rendre des comptes est un objectif important à atteindre et que les agences devraient prendre l'engagement à la fois de faire rapport sur leurs activités annuelles et leurs états financiers uniquement dans la mesure où ceux-ci ont trait à leurs activités de notation; que, en outre, les agences de notation devraient être invitées, eu égard aux principes énoncés dans le rapport de l'OICV, à débattre de la création d'un organe professionnel facultatif qui définirait les meilleures

pratiques, encouragerait la formation et offrirait une procédure d'arbitrage et de règlement des litiges aux émetteurs et aux investisseurs mécontents de la procédure décisionnelle d'une agence de notation;

11. estime que les agences devront informer le marché de tous les cas de notation non sollicitée dans lesquels elles sont parties prenantes et s'engager à fournir, sur demande, au marché des explications détaillées sur les sensibles différences qui pourraient apparaître entre une appréciation non sollicitée et une appréciation sollicitée ultérieure de la même dette ou de l'entité notée;

12. est résolument opposé à toute tentative d'intervention de l'autorité de réglementation quant au fond des avis exprimés par les agences, dans leurs notations et autres déclarations, au sujet de la solvabilité des débiteurs qu'ils jugent et quant au rythme de la publication des notations; souligne que les agences doivent disposer d'une totale liberté d'expression et d'une pleine indépendance à l'égard de l'influence que pourraient exercer les responsables politiques et les entreprises;

13. admet qu'il peut s'avérer difficile d'établir la distinction entre les règles concernant les méthodes et les règles intéressant le contenu et l'appréciation; estime que cette difficulté est un sérieux argument à prendre en compte dans la recherche d'une solution de type réglementaire; souligne, par ailleurs, que les dettes souveraines des États sont notées et que les exigences administratives des autorités de réglementation peuvent servir à exercer une pression indirecte en faveur d'un relèvement des notes des dettes souveraines;

14. estime que, dans un contexte de transparence croissante des marchés, les émetteurs et autres débiteurs qui choisissent de faire évaluer leur dette doivent être tenus de fournir en permanence aux agences de notation toutes les informations utiles et de donner suite aux demandes spécifiques des agences;

15. estime que les agences doivent se soumettre à des obligations similaires de transparence quant à leurs méthodes, aux modèles appliqués et à la nature des relations, reposant sur des honoraires, que les agences entretiennent avec les émetteurs;

16. estime que les utilisateurs de notations, qu'ils relèvent du secteur privé ou du secteur public, ont le devoir d'exploiter celles-ci en se souciant dûment de la stabilité des marchés financiers, notamment en rendant publiques les clauses de déclenchement fondées sur les notes ('rating triggers') inscrites dans les contrats de prêt, faute de quoi ils s'exposeraient à la sanction consistant dans l'annulation desdites clauses;

17. prie les autorités compétentes de l'Union européenne d'examiner le degré de concentration qui caractérise la profession de la notation et d'établir si un oligopole s'est formé en conséquence;

18. invite la Commission à présenter d'ici au 31 juillet 2005 son avis sur la nécessité de propositions législatives pour traiter des questions évoquées dans la présente résolution et d'accorder toute disposition adoptée avec les critères prévus pour la reconnaissance des agences de notation dans le document de consultation des services de la Commission du 1^{er} juillet 2003 concernant les ratios de fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ('Bâle II');

19. charge son Président de transmettre la présente résolution au Conseil et à la Commission, ainsi qu'à la Commission des opérations de bourse des États-Unis (SEC) et à l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

- (1) Organisation internationale des commissions de valeurs.
- (2) JO L 345 du 31.12.2003, p. 64.
- (3) JO L 96 du 12.4.2003, p. 16.
- (4) JO L 339 du 24.12.2003, p. 73.

ANNEXE III : Consultation de CESR d'août 2004



THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS

Date: 28 July 2004
Ref.: CESR/04-385

PRESS RELEASE

CESR ANNOUNCES A CALL FOR EVIDENCE ON CREDIT RATING AGENCIES

CESR published today a call for evidence on credit rating agencies following receipt of a call for advice from the European Commission requesting technical advice which might assist in developing possible legislative measures if considered appropriate.

The call for technical advice from the European Commission is published as part of the Call for Evidence (Ref: CESR/04-394) (available on CESR's website under 'Consultations'). The call for technical advice identifies in particular four areas on which CESR should provide technical advice and these include:

- Handling of potential conflicts of interests within rating agencies;
- Transparency of rating agencies' methodologies;
- The legal treatment of rating agencies' access to inside information; and
- Concerns about the possible lack of competition in the market for provision of credit ratings.

CESR must provide its advice to the European Commission by 1st of April 2005. To develop the technical advice, CESR has formed an expert group to be chaired by Ms Ingrid Bonde, Director General of the Swedish Finansinspektionen. Javier Ruiz del Pozo from the CESR secretariat will act as rapporteur.

In developing CESR's advice, CESR will co-ordinate closely with fellow regulators both within the EU in the form of the fellow regulatory banking committee (CEBS), and internationally, with the SEC through its more regularised and intensive dialogue announced by CESR on 4 June 2004. The expert group will be giving particular thought as to how CESR's eventual advice might interact with existing EU legislation and in particular, the Market Abuse Directive (which will come into effect by the end of 2005). Furthermore, CESR will also seek to draw heavily on the useful groundwork laid down by IOSCO and the Basle Committee.

A timetable for CESR's work in this area is attached in the note to editors (and can also be found in the Call for Evidence).

Responses to the call for evidence can be submitted online by 27 August 2004 through CESR's website (www.cesr-eu.org) under the section 'Consultations'.

ANNEXE IV

Synthèse sur la notation d'OPCVM par les trois agences interrogées

OBJET DE LA NOTATION

L'agence note le risque opérationnel des structures: sociétés de gestion de fonds (« mutual funds »), des dépositaires d'OPCVM, des entités assurant la gestion des créances dans les opérations de titrisation (en général bancaires).

S'agissant spécifiquement d'une notation d'OPCVM, l'agence note les performances passées de l'OPCVM (notation quantitative) et la capacité de son gestionnaire (moyens opérationnels, humains et financiers) à reproduire dans le futur ses performances passées (notation qualitative). Il ne s'agit donc pas de mesurer les performances de placement, mais bien les moyens opérationnels et les capacités de la société de gestion pour pérenniser les performances.

FORME DE LA NOTATION

Les échelles de notation utilisées sont différentes de celles utilisées pour la notation du risque de crédit.

- Notations relatives à la volatilité des actifs d'un fond: échelle allant de MR1 à MR5 (Moody's), S à S (Standard and Poors), V-1 + V-10 (Fitch Ratings)
- Notations relatives à la qualité des entités assurant la gestion des créances dans les opérations de titrisation: SQ à SQ (Moody's), « forte » à « faible » (S&P), ou bien encore notation graduée elle aussi de 1 à 5 **mais différente selon chaque type d'opération, CMS1, CSS1, RPS1, RMS1, RSS1, CPS2, CMS2 (Fitch)**, etc.
- Notations de sociétés de gestion: échelle traditionnelle déformée allant de Aaa (Mq) à B (Mq).

- **DIFFUSION DE LA NOTATION ET DES METHODOLOGIES**

Elles ne sont pas systématiquement diffusées par l'agence dans le public

- **NOTATION ET CLASSEMENT DE PERFORMANCES**

Des agences notent les performances des OPCVM, sans délivrer d'opinion sur le futur; les rendements des fonds sont comparés en tenant compte du coût et du risque.

Ces agences fournissent moyennant un abonnement un classement clair des performances de fonds comparables, en tenant compte des coûts et du risque.

ANNEXE V

Synthèse sur la notation extra-financière

Un recensement des organismes de notation extra-financiers et de leurs pratiques a été réalisé principalement à partir du guide des organismes d'analyse sociétale de l'ORSE (publié en 2001 et mis à jour en 2002).

Ces notations sont le plus souvent non publiques, réalisées à la demande d'investisseurs et non d'émetteurs.

- **Éléments statistiques :**

En 2003, en France, les 5 entités françaises suivantes affichent à ce jour une activité de notation :

- CORE RATINGS
- DEMINOR RATING
- INNOVEST
- ODE
- VIGEO.

L'une de ces entités : ODE est une association.

Des entreprises étrangères non implantées en France qui tentent de pénétrer le marché français offrent leurs services en France (cf. 2^{ème} tableau ci-joint).

Les notations sont aussi bien sollicitées et payées par les investisseurs que par les émetteurs.

La publicité de leurs notes. Dans 2 agences seulement les notes sont publiées.

Éléments de méthodologie à retenir

***Les domaines que ces entités notent sont les suivants:**

- responsabilité environnementale
- responsabilité sociale (qualité de la politique sociale)
- développement durable (performance dans les 2 domaines ci-dessus +le domaine économique pour garantir la durabilité et la performance financière long terme)

*** Les sources d'information utilisée par ces agences sont:**

- des informations publiées par l'entreprise ou rendues disponibles (presse spécialisée, base de données...)
- des informations collectées auprès de l'entreprise
- des informations détenues par les ONG
- des informations partagées avec d'autres agences, membres du même réseau (ex : SIRI GROUP)
- des études universitaires ou d'experts

*** La notation**

L'agence note les pratiques de l'entreprise dans des domaines pré-définis par l'organisme de notation. Ainsi, au final, ce sont soit plusieurs notes qui sont communiquées par l'agence, soit une note pondérée en fonction de ces différentes notes Généralement, les organismes de notation produisent plusieurs notes de base correspondant aux thèmes-clés de l'analyse. Ces notes sont ensuite proposées telles quelles au client ou pondérées pour obtenir une note finale.

Exemple(**source ORSE**) :

Sous-critères	Pondération	Critères	Pondération	Note finale
Emissions de CO2	30 %	Environnement	50 %	100 %
Production de déchets	10 %			
Impacts des produits	10 %			
Droits de l'homme	20 %	Social	50 %	
Place des minorités	10 %			
Sécurité	10 %			
Politique salariale	10 %			

*** La prise en compte du secteur : notation relative ou absolue**

La plupart des organismes procèdent selon une approche relative, c'est-à-dire en procédant à des comparaisons par rapport aux entreprises concurrentes. Les agences utilisent souvent à cet effet la classification des secteurs retenue par l'indice de référence (STOXX, DJ, FTSE, SP...) ce qui ne va pas sans poser plusieurs problèmes dont les entreprises évaluées se plaignent (source: ORSE) . En effet, les classifications sectorielles financières regroupent bien souvent des activités ayant des problématiques sociales et environnementales sensiblement différentes. Exemple : Lafarge (ciment, béton, plâtre, toiture) est regroupé avec Saint-Gobain (verre) dans le secteur « Matériaux de construction » pour l'ASPI et le DJSI. Enfin, selon les travaux publiés par l'ORSE, le nombre de secteurs définis peut varier sensiblement en fonction des organismes d'évaluation.

* **Les critères d'évaluation**

Généralement, l'évaluation porte sur:

1. les engagements et visions stratégiques de la direction (leadership),
2. les politiques et codes de conduite adoptés (la mise en place ou le déploiement) et les résultats (pratiques, indicateurs de performance...).

Chacun de ces éléments est en général observé selon deux axes : l'impact environnemental et l'impact social de l'entreprise.

Pour conclure

Dans bien des cas, selon le guide de l'ORSE, la notation semble porter actuellement sur la seule capacité à mettre en place un système formalisé de contrôle de la performance et un reporting chiffré. En effet, selon l'ORSE, les agences semblent encore avoir souvent des difficultés à avoir des informations sur les résultats des politiques de développement durable. Aussi, beaucoup d'organismes d'analyse paraissent choisir de faire reposer l'évaluation essentiellement sur les politiques et les engagements de l'entreprise. Cela pose le problème du lien entre la politique et la performance.

ANNEXE VI

Références bibliographiques

Catarineu-Rabell E., Jackson P., Tsomocos D.P. (2003) Procyclicality and the new Basel Accord- banks' choice of loan rating system, Bank of England, Working Paper n°181.

François-Heude A., Paget-Blanc E. (2004), Les annonces de rating : impact sur le rendement des actions cotées sur Euronext-Paris, Banque et Marchés, N°70, mai-juin.

Goh J., Ederington L. (1993) : Is a bond rating downgrade bad news, good news or no news for stockholders ?, Journal of finance, vol. 68, n°5.

Gonzalez F. *et al.* (2004) : L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature, Banque de France, Revue de la stabilité financière, juin.

Gropp, R., Richards A.J. (2001) : Rating agency actions and the pricing of debt and equity of european banks : what can we infer about private sector monitoring of bank soundness ? European Central Bank, Working paper series, august.

Hand J, Holthausen R., Leftwich R. (1992) : The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock prices, Journal of Finance, Vol. 47, 733-752.

Kliger D., Sarig O. (2000) : The information value of bond ratings, Journal of finance, vol. 55, n°6.

Levy S. (2002) : Le développement des clauses contingents : état des lieux et implications pour la stabilité financière, Banque de France, Revue de la stabilité financière, novembre.

Lubochinsky C. (2002) : Quel crédit accorder aux *spreads* de crédit ? Banque de France, Revue de la stabilité financière, novembre.

Merton R.C. (1974) : On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates, Journal of finance, 29.

Micu, M., Remolona E., Wooldridge P. (2004) : The price impact of rating announcements: evidence from the credit default swap market, BIS Quarterly Review, Juin

Moody's Investors Service (2003) : Measuring the performance of corporate bond ratings, avril.

ANNEXE VII

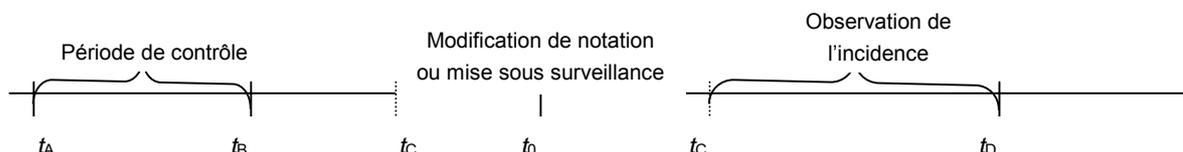
Les études d'événements

Les études d'événements sont fréquemment utilisées en finance pour analyser différents phénomènes (introduction en bourse, entrée/sortie d'indices, OPA, émissions de titres de capital...). De manière très générale, elles permettent de déterminer si un événement intervenant dans la vie d'un titre se traduit par des "rentabilités anormales" à plus ou moins long terme de ce titre. Celles-ci sont définies comme l'écart entre la valorisation effective des actifs et le cours théorique que l'on aurait observé si l'événement considéré n'avait pas eu lieu. L'objet de cet encadré est de rappeler comment cette méthodologie est appliquée à l'analyse des modifications de notations ou des mises sous surveillance. Pour un survol de la littérature plus général, se reporter à McKinlay (2001).

Soit t_0 qui désigne le jour où est annoncée la décision d'agence. L'étude d'événement consiste à définir deux périodes :

- (i) une période de contrôle, (t_A ; t_B), où l'on définit le comportement normal de l'action ou de l'obligation, cette période étant préalable à l'événement lui-même, $t_A < t_B < t_0$, parfois avec un décalage important ;
- (ii) une période d'observation du phénomène, (t_C ; t_D), c'est-à-dire de mesure de l'incidence de l'événement sur la variable analysée (cours boursier, prix de l'obligation ou prime de contrat dérivé sur défaut). Si l'on observe toujours l'incidence après l'événement ($t_0 < t_D$), la fenêtre d'événement comprend parfois l'événement lui-même (dans ce cas, $t_C < t_0$).

Le diagramme ci-dessous résume la séquence.



Soit R_t qui désigne le rendement de l'obligation ou de l'action à la période t . On définit par AR_t le rendement anormal associé, c'est à dire le rendement du titre en excès de ce qu'il aurait dû être compte tenu des conditions de marché générales (telles qu'on peut les résumer par le rendement du marché R_{mt}). Le rendement en excès est défini de deux manières : (i) soit simplement $AR_t = R_t - R_{mt}$; (ii) soit en tenant compte des spécificités usuelles du titre à travers la prise en compte de son risque idiosyncrasique et de son exposition au marché $AR_t = R_t - \alpha - \beta R_{mt}$, les paramètres α et β étant estimés lors de la période de contrôle. On définit ensuite les rendements anormaux

cumulés sur la fenêtre d'événement selon
$$CAR = \sum_{t=t_C}^{t_D} AR_t$$
.

Le test statistique consiste à tester la significativité des rendements cumulés sur la fenêtre d'événement. En pratique, à partir de l'observation du même phénomène pour différentes entreprises et/ou différentes périodes, cela consiste à tester la nullité de la moyenne des rendements cumulés. Les auteurs ont généralement recours à des tests paramétriques standard (t-test notamment), plus rarement à des tests non-paramétriques.

ANNEXE VIII Typologie des notes à long terme

Catégories	Niveau	Standard & Poor's	Moody's	Fitch- IBCA	
1	Catégorie Investissement	AAA	Aaa	AAA	Qualité de crédit extrêmement élevée ; créances dont la sécurité est exceptionnelle. Le risque est quasi nul, la qualité de la signature est la meilleure possible
2	Catégorie Investissement	AA	Aa	AA	L'émetteur noté reste très fiable. Qualité de crédit très élevée.
3	Catégorie Investissement	A	A	A	Forte capacité au paiement des intérêts et du capital, mais le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques.
4	Catégorie Investissement	BBB	Baa	BBB	La solvabilité est jugée moyenne.
5	Catégorie Speculative	BB	Ba	BB	A partir de cette note, spéculatif : développement d'un risque de crédit possible, en particulier comme résultat de changements économiques dans le temps. Le risque de non remboursement est plus important sur le long terme.
6	Catégorie Speculative	B	B	B	La probabilité de remboursement est incertaine, le risque est assez fort.
7	Catégorie Speculative	CCC	Caa	CCC	On présume un risque très important de non remboursement sur le long terme.
8	Catégorie Speculative	CC, C	Ca	C	L'émetteur est très proche de la faillite, l'emprunt est très spéculatif.
9	Catégorie Speculative	D	C, D	D	Faillite de l'emprunteur
Signes		+ ou -	1, 2 ou 3	+ ou -	