

Notation – Rôle & Réglementation en Europe

PARIS, février 2012

Ce document présente brièvement le rôle de la notation de crédit, son cadre réglementaire actuel en Europe et les implications possibles des dernières mesures proposées par la Commission européenne.

Rôle de la notation

Depuis plus de 100 ans, le recours à la notation facilite l'accès des entreprises et des Etats au marché obligataire et, pour les investisseurs, l'évaluation du risque qu'ils prennent à prêter à ces organisations.

La fonction de la notation est importante, mais très spécifique. Il s'agit d'une appréciation, réalisée de manière indépendante, de la solvabilité *relative* d'un emprunteur c'est-à-dire le risque qu'il ne rembourse pas sa dette dans les conditions prévues.

L'intérêt de la notation pour les investisseurs

La notation est utile aux investisseurs dont les gestionnaires d'actifs qui placent l'épargne investie par les particuliers. Les notes leur permettent de comparer, à l'échelle mondiale et selon une méthodologie claire, de très nombreux emprunteurs. A titre d'exemple, Standard & Poor's publie plus d'un million de notations de titres d'emprunt, émis par 20 000 entités dans le monde.

Analyser une telle variété d'emprunteurs, opérant dans des secteurs et des zones géographiques très diverses, dépasse de loin les moyens d'un investisseur individuel. C'est pourquoi nombre d'entre eux choisissent de consulter, entre autres sources, les notations élaborées par des tiers indépendants. L'analyse du risque de crédit effectuée par les agences de notation les aide dans leur processus de décision.

Les investisseurs ne décident pas d'investir sur la seule base des notations. Les notations ne sont en rien des conseils d'investissement et ne couvrent qu'un des aspects du risque lié à un placement : le risque de défaut de paiement.

Il n'en demeure pas moins que de nombreux investisseurs considèrent les notations comme un point de vue comparatif utile, une référence pour comparer le risque de crédit dans des secteurs, des régions et des marchés très variés.

L'utilité des notations pour les marchés européens

En l'absence de notations, les investisseurs et prêteurs seraient moins enclins à allouer des fonds à des emprunteurs qu'ils connaissent peu. Le fonctionnement du marché

obligatoire européen en serait affecté. Or c'est par ce biais que de nombreuses entreprises, institutions financières, collectivités territoriales, Etats, etc., trouvent les financements dont ils ont besoin pour leur développement.

Selon des études réalisées par différentes sources, dont le FMI, la note améliore l'information disponible sur le risque de crédit et, par conséquent, le fonctionnement et la liquidité des marchés de capitaux. Les notations jouent ainsi un rôle non négligeable en aidant les emprunteurs à attirer des capitaux en provenance du monde entier. Elles participent à la rencontre de l'offre et de la demande de financement.

Cette fonction est essentielle car l'information fournie par la notation contribue à la circulation des capitaux. Et, en Europe, les financements fournis par les investisseurs institutionnels (européens ou non) sont d'autant plus indispensables à croissance et à la création d'emplois que l'application des normes de Bâle III a pour effet de réduire la capacité de prêt des banques.

Une cohérence internationale essentielle

Si les investisseurs internationaux font appel à la notation, c'est pour pouvoir comparer la capacité de remboursement de différents emprunteurs selon une grille commune et mondiale. S&P applique les mêmes méthodes de notation à travers le monde, en les adaptant selon les secteurs d'activité et les marchés.

Il est donc essentiel, pour les prêteurs comme pour les emprunteurs, que la réglementation préserve la cohérence globale des notations. Les dirigeants du G20 ont officiellement admis cette nécessité lorsqu'ils ont, en 2009, chargé le Conseil de Stabilité Financière de s'assurer d'une coordination mondiale de la réglementation des agences de notation. L'approche est double :

- instaurer un système de régulation efficace, qui assure la qualité, l'indépendance et la transparence des notations ;
- limiter l'utilisation de la notation dans les réglementations prudentielles, car elles ont conduit à un usage inapproprié des notes.

La supervision de la notation en Europe

Depuis septembre 2010, les agences de notation sont soumises en Europe à une réglementation très contraignante, qui définit notamment des principes d'intégrité et de transparence s'appliquant au processus de notation.

Dans le respect de ces principes, les trois principales agences de notation ont été accréditées le 31 octobre 2011. Elles sont désormais supervisées par l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF ou ESMA en anglais). Cette dernière est dotée de pouvoirs étendus pour inspecter les agences et appliquer des sanctions importantes en cas de manquement à la réglementation.

La réglementation concerne principalement:

- **les politiques et les processus internes** établis par les agences de notation pour gérer les conflits d'intérêts potentiels (par exemple : la séparation des fonctions analytiques et commerciales, la rotation des analystes ou l'interdiction absolue de conseiller les émetteurs de dette) ;

- **la gouvernance** des agences accréditées (et notamment la présence obligatoire d'administrateurs indépendants au conseil d'administration) ;
- **la transparence** des notations (notamment la publicité des méthodologies utilisées, des hypothèses sous-jacentes à l'analyse et de l'évolution des notes dans le temps).

Impact des nouvelles propositions en matière de réglementation

En novembre 2011, la Commission Européenne a émis une nouvelle série de propositions afin de réglementer davantage les agences de notations.

Certaines de ces propositions sont conformes aux objectifs internationaux, en particulier la volonté de décourager l'utilisation mécanique des notations, par les régulateurs comme par les investisseurs, et de renforcer la transparence des notations.

D'autres, en revanche, sont en décalage avec les normes internationales et pourraient compromettre l'accès des entreprises européennes aux financements obligataires. En particulier :

- **la rotation obligatoire des agences de notation** – contraindre les émetteurs de dette (notés par les équipes européennes des agences) à changer régulièrement d'agence de notation compromettrait la continuité de l'analyse et la stabilité des notations. Cela pourrait entraver l'accès des entreprises européennes aux marchés obligataires mondiaux internationaux. La qualité des notations pourrait également en pâtir, car les agences accréditées en Europe n'auraient qu'à "attendre leur tour".
- **une responsabilité civile spécifique aux agences accréditées en Europe** risque d'encourager le recours (donc la dépendance) des investisseurs à la notation. Elle pourrait inciter les agences à attribuer des notes artificiellement basses, afin de limiter leur responsabilité potentielle. Parallèlement, l'augmentation du risque juridique pour les agences, lié notamment à l'inversion de la charge de la preuve, n'est pas de nature à favoriser l'apparition de nouveaux concurrents
- **l'intervention du régulateur dans la notation**, via la standardisation des échelles et des définitions des notes ou l'obligation de soumettre toute modification des méthodes d'analyse à l'autorisation préalable du régulateur, remettrait en cause l'indépendance et la crédibilité des notations attribuées en Europe ainsi que la possibilité de les comparer avec celles émises dans le reste du monde. Cette uniformisation artificielle aurait également pour effet de réduire la diversité des opinions en matière de risque de crédit.
- **des restrictions relatives à l'actionnariat** – interdire ou restreindre la capacité d'une agence à noter des titres émis ou détenus par un actionnaire détenant plus de 10% de son capital, ou si un actionnaire détenant au moins 5% de son capital détient également 5% du capital d'une autre agence, pourrait sérieusement remettre en cause la continuité du suivi des notes, et exacerber l'incertitude sur les marchés.

La réglementation et la supervision des agences sont à l'évidence nécessaires au rétablissement de la confiance dans la notation et les marchés financiers. Mais certaines

propositions de la Commission, de part leurs effets induits, font courir des risques importants aux emprunteurs européens, aux investisseurs et à l'économie au sens large. Le texte actuel (Règlement (CE) n° 1060/2009), mis en place en septembre 2010, a instauré une réglementation stricte et contraignante, dont l'objectif est précisément de renforcer l'indépendance, la qualité et la transparence des notations des agences accréditées en Europe. Ce texte est en train de faire la preuve de son utilité. Dès que l'on pourra en mesurer de manière précise l'efficacité, il sera plus facile de proposer, le cas échéant, des ajustements supplémentaires.

*Pour plus d'information sur les propositions de la Commission Européenne, leur impact sur les marchés européens et l'économie, et des alternatives permettant d'atteindre les objectifs de la Commission : **cliquer ici***