

# Note économique

*N° 135*

**JANVIER 2012**

---

**Mettre fin au scandale  
des agences de notation**

*la*  
**cg****t**

**Centre confédéral d'études économiques et sociales**

## Sommaire

<b>Qu'est-ce qu'une agence de notation ? .....</b>	<b>3</b>	<b>Comment expliquer la domination des firmes américaines ?.....</b>	<b>8</b>
<b>Comment expliquer l'essor des agences de notation ? .....</b>	<b>4</b>	<b>Y a-t-il des enjeux stratégiques derrière les notations récentes des dettes souveraines ?.....</b>	<b>8</b>
<b>Quelle est la responsabilité des Etats ? .....</b>	<b>5</b>	<b>Quelles sont les insuffisances de la démarche européenne pour une régulation des agences de notation ? .....</b>	<b>9</b>
<b>Que font concrètement les agences de notation ? .....</b>	<b>5</b>	<b>En guise de conclusion : arrêter la financiarisation pour mettre fin au scandale des agences de notation .....</b>	<b>10</b>
<b>C'est quoi le « triple A » ? .....</b>	<b>6</b>	<b>Annexe 1 .....</b>	<b>11</b>
<b>En quoi le mode de rémunération des agences de notation pose problème ?.....</b>	<b>7</b>	<b>Annexe 2 .....</b>	<b>12</b>

**A** en croire les responsables politiques et les médias, avec la domination des marchés financiers, nous aurions de nouveaux maîtres : des « agences de notation » dont un simple geste, une simple prise de parole suffiraient pour faire le bon ou le mauvais temps.

Pendant des mois, Nicolas Sarkozy et son gouvernement n'ont cessé de rassurer les marchés financiers et des agences de notation. Et pour cela, ils ont multiplié les attaques contre les acquis sociaux, contre les salariés, les privés d'emploi, les retraités.

Et tout cela, soi-disant pour protéger les Français !

Et voilà qu'une agence de notation, Standard & Poor's, dégrade la note de la France, comme celle de huit autres pays de la zone euro. Parmi les raisons invoquées, cette agence met le doigt sur le fait que les programmes d'austérité réduisent la capacité de ces pays à rembourser leur dette.

Cette note économique a comme objectif d'expliquer que les jugements des agences de notation sont biaisés et critiquables. Il n'en reste pas moins que cette dégradation témoigne du fait que ce n'est pas en accentuant l'austérité que l'on pourra renforcer notre économie. Au contraire, plus on donne la priorité aux exigences des marchés financiers et à leurs serviteurs parmi lesquels les agences de notation, plus on enfonce l'économie dans le marasme.

Déjà profitant de cette annonce, le gouvernement prépare le terrain pour de nouvelles attaques contre les travailleurs.

La campagne de désinformation fait rage. Pendant des mois, nos responsables politiques nous disaient qu'il fallait éviter coûte que coûte la dégradation de la note de la France. Et aujourd'hui que la dégradation de la note paraît certaine, ils nous disent que finalement ce n'est si grave que cela !

On voit bien le but de la manœuvre : il s'agit de persuader les Français qu'il n'y aurait aucune autre possibilité que de se soumettre au diktat des marchés financiers, d'accepter des sacrifices, soi-disant pour éviter le pire.

Cette campagne idéologique et médiatique vise en fait à empêcher que le débat porte sur les enjeux de fond.

Soyons clairs : si les marchés financiers et les agences de notation sont si puissants, c'est à cause des choix des gouvernements qui, des années durant, ont libéralisé, déréglementé l'économie.

Il n'y a aucune fatalité. Il faut sortir de cette situation scandaleuse où le destin des êtres humains est mis entre les mains d'une poignée de financiers, où les affaires du monde sont gérées par le monde des affaires.

Il est possible de mettre fin à ce totalitarisme des marchés financiers. Cela nécessite de changer de cap, d'arrêter l'accumulation des capitaux financiers en développant les capacités productives, en valorisant et revalorisant le travail.

### Qu'est-ce qu'une agence de notation ?

Les agences de notation sont des établissements privés, des cabinets d'expertise comptable, au service des marchés financiers et particulièrement des spéculateurs.

Elles n'ont aucune légitimité démocratique.

Leur mission principale consiste à rassurer les capitaux financiers, et notamment les spéculateurs, appelés abusivement « investisseurs », à leur « garantir » que les emprunteurs potentiels (entreprises, banques, États, collectivités locales, organismes sociaux) sont en mesure de respecter leurs engagements, de rembourser leurs dettes. C'est la raison pour laquelle elles insistent tant sur la solvabilité des emprunteurs et sur d'éventuels risques de faillite de ceux-ci.

Pour cela, elles donnent des notes aux emprunteurs, voire aux catégories de titres financiers que ces derniers veulent émettre (obligations, actions, « produits structurés » ; voir l'encadré). Ces notes déterminent ensuite le degré de facilité avec laquelle les emprunteurs peuvent chercher de l'argent, obtenir des financements, lever des fonds sur le marché.

La note détermine la « prime de risque », c'est-à-dire le coût de l'argent. La prime est faible lorsque la note est élevée ; elle augmente à fur et à mesure que la note se dégrade.

## Comment expliquer l'essor des agences de notation ?

Les agences de notation ne sont pas une nouveauté. Elles existent bien depuis plus d'un siècle.

Les premières agences de notation sont nées au XIX<sup>e</sup> siècle. A l'origine, leur action consiste à fournir des informations sur la situation financière des entreprises. Leur champ d'action s'élargit par la suite, pour concerner les entreprises de services publics travaillant pour les collectivités (*public utilities*), puis les Etats (« dettes souveraines »).

Dans les années 1970, au fur et à mesure que le libéralisme économique gagne du terrain, les économies sont libéralisées, déréglementées. En particulier, la déréglementation du système bancaire et la baisse de la part des crédits bancaires dans le financement des économies en général, et des entreprises en particulier, faciliteront le développement des marchés financiers.

### Encadré 1

#### La sophistication des marchés et la spéculation

Classiquement, les « produits financiers » sont au nombre de deux : actions et obligations. Avec le développement des marchés financiers, on assiste à des « innovations financières », à une multiplication de produits financiers qui alimentent la spéculation.

Action : il s'agit d'un titre de propriété donnant éventuellement droit à un revenu variable, appelé dividende, selon la performance de l'entreprise et sa stratégie de distribution de dividendes.

Une entreprise peut dégager des bénéfices et décider de les réinvestir dans l'entreprise (investissement matériel, recherche-développement, formation...). Elle peut aussi décider de distribuer les dividendes aux actionnaires. C'est ce qui se pratique de plus en plus. Ainsi, en 2010, le montant des dividendes versés par les sociétés non financières (hormis banques et assurances) à leurs actionnaires était de 218 milliards d'euros, tandis que le montant des investissements réalisés par les mêmes entreprises n'était que de 180 milliards. Prise dans l'ensemble, les entreprises ont donc privilégié la distribution des dividendes.

Certaines entreprises, à l'instar de France télécom, vont jusqu'à garantir un taux de distribution de dividendes sur plusieurs années, quelle que soit la conjoncture. C'est l'apogée de la domination de la logique financière sur la logique industrielle.

L'entreprise vend, émet, les actions sur le marché dit « primaire ». Les acheteurs peuvent ensuite revendre les actions qu'ils ont achetées ; il s'agit alors d'une transaction sur le marché dit « secondaire ».

Il faut bien préciser que si l'émission de l'action sur le marché primaire vise à répondre à un besoin de financement de l'entreprise, les transactions sur le marché secondaire n'ont aucun lien direct avec le besoin de financement de l'entreprise. Mais la facilité de pouvoir revendre les actions de l'entreprise sur le marché secondaire (la liquidité de l'action) conditionne par la suite l'accès de l'entreprise aux financements futurs (émission de nouvelles actions, crédits bancaires...).

Obligation : il s'agit d'un titre de reconnaissance de dette. L'émetteur (entreprise, État et collectivités, établissements publics, organismes sociaux) s'engage à verser chaque année un montant fixe déterminé au départ et la totalité du capital (principal) à la fin du contrat (à la maturité).

Il existe une forme particulière d'obligation, dite « obligation perpétuelle », qui rapporte pour une durée infinie un revenu fixe (une rente) mais sans paiement du principal.

D'autre part, dans les années quatre-vingt, une série de réformes ont créé, sur le modèle des États-Unis, des titres de créances négociables, analogues aux obligations, mais de durée plus courte : bons du Trésor négociables, billets de trésorerie émis par les entreprises, certificats de dépôt émis par les banques, etc.

Tous ces titres peuvent aussi faire l'objet de transactions (rachat, revente) sur le marché secondaire. En règle générale, le prix de transaction varie en sens inverse du taux d'intérêt. Si les taux d'intérêt augmentent, le prix de l'obligation sur le marché baisse. Ainsi, le prix peut être inférieur à la valeur faciale (nominale) de l'obligation.

#### Produits dérivés, produits structurés, produits toxiques

Un **produit dérivé** est une sorte d'assurance visant, en principe, à protéger les acquéreurs d'un titre financier, des variations imprévisibles des prix.

Par exemple, un produit dérivé pourrait être destiné à protéger l'acquéreur d'une obligation contre les variations des taux d'intérêt.

Un tel contrat d'assurance est appelé un « produit dérivé », car il résulte d'une transaction initiale. On dit alors que le produit dérivé a un « sous-jacent ».

Dans les faits, les produits dérivés font eux mêmes l'objet de transactions sur les marchés financiers. Dès lors, de telles opérations ne peuvent qu'avoir un caractère spéculatif.

Les **produits structurés** obéissent à la même logique spéculative, mais ici le processus est un peu plus complexe.

Une banque qui a accordé un crédit, va transformer ce crédit en titres négociables. Autrement dit, elle va couper le crédit en morceaux (titres) qui peuvent faire l'objet de transactions sur le marché. Ce technique est appelée « titrisation ». La personne (physique ou morale) qui achète ces titres va émettre des obligations qui sont adossées à ces titres.

Les titres négociables sont ensuite hiérarchisés en fonction de leur risque et leur rendement. En règle générale, le rendement est d'autant plus élevé que le risque est fort.

Cette logique spéculative aboutit à l'apparition de « produits toxiques ».

Ces transactions spéculatives ont fortement augmenté dans les années 1990 et 2000. Elles représentent 90 % des transactions sur les marchés financiers.

En France, dès 1973, une réforme du statut de la Banque de France encadre les possibilités de financement de l'État par la Banque de France. Puis, en 1992, l'article 104 du traité de Maastricht (aujourd'hui devenu l'article 123 du Traité de Lisbonne) interdira tout financement de l'État ou de toute autre collectivité publique par la banque centrale. Entre-temps, les réformes néolibérales des années quatre-vingt auront réorganisé le marché de la dette publique pour y faciliter les opérations spéculatives.

La crise de la dette du tiers monde et le « plan Brady », du nom du ministre américain de l'Economie et des finances, ouvrent un nouvel espace pour les agences de notation : elles sont sollicitées pour soutenir le FMI dans l'évaluation des pays endettés, éligibles à la réduction de leur dette contre l'application des programmes dits « d'ajustement structurel » dictés par le FMI.

## Quelle est la responsabilité des Etats ?

L'essor des agences de notation s'explique par la déréglementation des marchés et l'accumulation des capitaux financiers.

La libéralisation des économies dans les années 1980 conduira à une globalisation financière. Le marché financier devient décloisonné, mondial. Les emprunteurs peuvent désormais chercher de l'argent sur le marché mondial. Et les prêteurs cherchent un placement rentable, avec moindre risque sur ce même marché.

Cela crée des conditions propices à l'essor des agences de notation. Dans un marché financier mondialisé, les prêteurs ont besoin de repères. En l'absence d'initiatives des institutions publiques, ces repères sont fournis par les agences de notation.

## Que font concrètement les agences de notation ?

Comme leur nom l'indique, l'action de ces agences consiste à donner des notes. Cette action est appelée notation (ou *rating*).

Au départ, la notation portait sur la liquidité des titres, c'est-à-dire le degré de facilité avec laquelle un titre peut être vendu sur le marché. Un titre est jugé liquide lorsqu'il trouve facilement acheteur.

L'essor du marché obligataire conduira à un glissement important : le critère devient la solvabilité de l'émetteur, c'est-à-dire sa capacité à respecter ses engagements et surtout à rembourser sa dette. Il existe bien sûr un lien étroit entre les deux critères, surtout dans le cas des entreprises. Les titres émis par une entreprise qui n'est pas à même de rembourser ses dettes ne peuvent être liquides, ne trouvent pas facilement acquéreur.

Quant aux emprunts d'Etat (la « dette souveraine »), selon les agences de notation et une approche purement comptable, le critère fondamental est l'équilibre budgétaire et le niveau de la dette publique. Dans une telle perspective, les dépenses sociales sont jugées, en principe, comme non fertiles. Inversement, la réduction des prélèvements en général et particulièrement sur le capital est considérée comme un atout.

## C'est quoi le « triple A » ?

Les méthodes d'évaluation des agences sont des plus critiquables. Leurs critères sont de nature fondamentalement financière, les perspectives de rentabilité y occupant une place prépondérante, ce qui pénalise l'emploi et le social.

L'évaluation, la notation des agences s'étagent sur une vingtaine de niveaux exprimés par des codes propres à chaque agence et à chaque type de titres, qui font appel à des lettres de l'alphabet, à des chiffres et aux signes « + » et « - ».

Les titres sont regroupés en deux grandes catégories : « investissement » et « spéculation ». Précisons bien que du point de vue des agences de notation, les notions d'investissement et de spéculation ne sont pas prises au sens usuel du terme. Dans l'esprit de ces agences, lorsqu'un titre devient spéculatif, cela veut dire qu'il pourrait faire l'objet d'attaques spéculatives. Dans les faits, la spéculation, au sens usuel du terme, pourrait aussi porter sur les titres regroupés en catégorie d'investissement.

Ainsi, selon Standard & Poor's, le titre jouissant d'une notation AAA - c'est le fameux triple A, cher à notre président de la République - indique que le risque de crédit est quasi-inexistant. Autrement dit, il n'y a aucun risque, du point de vue de l'acquéreur du titre, que l'émetteur ne respecte pas ses engagements au moment prévu (paiement des intérêts, remboursement du « principal »).

Selon les notations de Standard & Poor's le titre devient spéculatif lorsqu'il descend à BB+. Cette notation signifie qu'il existe une possibilité du risque de crédit. Toutefois, les ressources d'exploitation ou financières de l'émetteur sont jugés suffisamment élevées pour pouvoir être mobilisées afin d'honorer les engagements pris.

On mesure le poids exigeant de ces notations. Les titres regroupés en catégorie spéculative correspondent aussi à des situations financière relativement confortables.

Un exemple de notations et ce qu'elles signifient	
note	capacité de répondre aux engagements financiers
AAA	extrêmement forte
AA	très forte
A	forte
BBB	plus bas grade des investissements pour les participants du marché
BB	plus haut grade spéculatif pour les participants du marché
B	vulnérable, mais a une certaine capacité à respecter les engagements
CCC	Hautement vulnérable
D	défaut de paiement

Source : *La Tribune*, 16/11/2011.

## En quoi le mode de rémunération des agences de notation pose problème ?

Le glissement du jugement porté sur la liquidité des titres émis, à celui porté sur la solvabilité de l'émetteur, a modifié profondément le mode de rémunération des agences de notation.

Lorsque le jugement est porté sur la liquidité du titre, l'agence est rémunérée principalement par l'acquéreur du titre. En effet, au départ et pendant longtemps, la source principale de la rémunération des agences était la vente des informations. Il s'agissait d'une « notation non sollicitée », c'est-à-dire que les notes étaient attribuées sans le consentement de l'émetteur.

Ce mode de rémunération a été abandonné dans les années 1970 avec le glissement vers la notation fondée sur la solvabilité de l'émetteur. La notation est devenue « sollicitée » : l'émetteur sollicite l'agence de notation, à charge pour lui de communiquer la note. Ainsi, aujourd'hui, les agences sont rémunérées par les clients dont elles évaluent le risque.

Cette situation paradoxale crée un « conflit d'intérêts » : l'agence a intérêt à négliger les défauts du client, et cela d'autant plus que « *les agences ne garantissent pas la fiabilité absolue des notes qu'elles attribuent et ne sont pas responsables des éventuelles pertes essuyées par les investisseurs* »<sup>1</sup>.

De plus, les montages financiers sophistiqués (produits dérivés, titrisation) sont mieux rémunérés, ce qui alimente la dérive spéculative. Enfin, les agences de notation sont en concurrence pour attirer les clients, ce qui provoque un comportement laxiste chez elles.

Au-delà de ces défauts, les agences de notation ne font en réalité qu'exprimer le sentiment des marchés au moment où elles établissent leur notation. Comme ces marchés sont bien loin d'être « rationnels », on comprend pourquoi ces agences sont incapables d'anticiper les difficultés. Et lorsque celles-ci se produisent, elles ont tendance à sur-réagir, reflétant, là encore, les phénomènes de panique qui se produisent en pareil cas sur les marchés.

Le cas emblématique a été celui d'Enron, cette société de négoce de l'électricité en Californie. A la veille de sa faillite, les titres de cette entreprise jouissaient d'une « triple A » !

Un autre cas emblématique a été celui des crédits hypothécaires accordés par les banques américaines aux ménages à revenu modeste (*subprimes*). Les agences de notation accordaient à ces crédits qui comportaient un très grand risque de défaillance, la même note que les obligations émises par l'Etat américain (voir l'encadré 2).

### Encadré 2

#### **Les subprimes : un exemple emblématique de l'attitude irresponsable des agences de notation**

En 2004, la perte moyenne en matière de crédit subprime était anticipée, par les agences de notation, aux alentours de 4,5 %. Cette estimation a cru au cours des années pour atteindre 6 % début 2007. Cette dernière estimation est nettement inférieure à ce qu'ont été les pertes effectives.

La sous-estimation par les agences de notation a donc été très importante, or elle a joué un rôle essentiel dans la crise. C'est elle qui a justifié les notes élevées que les agences de notation ont accordées aux produits structurés *subprimes*.

Sans cette notation élevée, les produits structurés *subprimes* n'auraient pas connu la diffusion très large qu'ils ont connue : « *Les hypothèses de faibles pertes potentielles ont contribué lourdement à la croissance des subprimes au cours des quatre années qui ont précédé la crise. Ces hypothèses justifient de manière cruciale la possibilité des hypothèques subprime de se financer à plus de 80 % sous forme de dettes AAA, et à plus de 95 % sous forme de A, AA, ou AAA par des émetteurs de MBS* » (C-W. Charles, « *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next ?* », Working Paper, Columbia Business School, octobre 2008).

Une perte moyenne faible anticipée a été cruciale pour expliquer comment les crédits hypothécaires *subprime* ont pu être financés à plus de 80 % sous la forme de crédits AAA, autrement dit évalués comme étant d'une sûreté égale à celle de la dette des Etats-Unis de l'époque !

D'après André Orléan, *L'impossible évaluation du risque*, prisme, n° 18, avril 2010.

Norbert Gaillard, *Les Agences de notation*, La Découverte, collection Repères, 2010, p. 16.<sup>1</sup>

	Hypothèse de probabilité de défaut en juin 2006	Probabilité observée en juillet 2009
AAA	0,01	0,1
AA+	0,01	1,68
AA	0,04	8,16
AA-	0,05	12,03
A+	0,06	20,96
A	0,09	29,21
A-	0,12	36,65
BBB+	0,34	48,73
BBB	0,49	56,10
BBB-	0,88	66,67

Source : MacKenzie, 2009.

## Comment expliquer la domination des firmes américaines ?

Le « marché de notation » est dominé par trois firmes basées aux Etats-Unis : Standard & Poor's (S&P), Moody's, Fitch Ratings. Il convient de rappeler que cette dernière est passée en 1997 sous le contrôle du holding français Fimalac dont le principal actionnaire est le français Marc Ladreit de Lacharrière.

Du point de vue organisationnel, la domination de ces trois firmes est le fruit d'une histoire d'acquisitions et de fusions. Mais c'est surtout du point de vue politique qu'il faut expliquer la domination des firmes américaines. En effet, les autorités européennes ont leur part de responsabilité dans cette domination, et ceci au moins pour deux raisons :

1°) La libéralisation et la déréglementation des marchés évoquées plus haut ont conduit au développement et à l'effervescence des marchés financiers ;

2°) L'adoption des normes comptables d'inspiration libérale (normes IFRS) a également favorisé l'essor des agences de notation. Il convient de souligner que ces normes ont été aussi élaborées par un cabinet privé américain et que rien n'obligeait les autorités européennes à les appliquer <sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Voir Jacques Richard, « Fair valu, le troisième stade du capitalisme comptable ? », *Analyses et documents économiques*, n° 95, février 2004 et n° 96, juin 2004.

### Encadré 3

#### La notation : une source de profits juteux pour les agences

##### Moody's

Chiffre d'affaires : 2 032 millions dollars

Revenu opérationnel : 773 millions dollars

##### Standard & Poor's

Chiffre d'affaires : 1 696 millions dollars

Revenu opérationnel : 762 millions dollars

##### Fitch Ratings

Chiffre d'affaires : 657 millions dollars

Revenu opérationnel : 200 millions dollars

Source : *Le Figaro*, 16/11/2011.

## Y a-t-il des enjeux stratégiques derrière les notations récentes des dettes souveraines ?

Sans négliger ni minimiser la responsabilité des Etats européens et la gravité de la situation, le calendrier des annonces des agences de notation donne à penser que ces annonces ne sont pas anodines, qu'elles expriment des enjeux stratégiques, particulièrement en ce qui concerne les relations entre l'Union européenne et les Etats-Unis d'Amérique.

Quoi qu'il en soit, ces annonces sont lourdes de conséquences pour les finances publiques. Ainsi, en France, une éventuelle dégradation de la note se traduirait par une hausse du taux d'intérêt des emprunts d'Etat. A titre indicatif, une hausse de 1 % du taux d'intérêt alourdirait à terme les charges d'intérêt de la dette publique de l'ordre de 15 milliards d'euros par an (en 2011, les charges d'intérêt de cette dette s'élèvent à 50 milliards d'euros) <sup>3</sup>.

<sup>3</sup> La hausse des taux d'intérêt concerne les besoins annuels de financement de l'Etat et non la totalité de la dette.

A titre indicatif et en simplifiant des hypothèses, la durée moyenne de la dette de l'Etat étant de l'ordre de 7 ans, et en l'absence d'emprunts à taux variables, une hausse d'un point des taux d'intérêt alourdirait les charges d'intérêt de l'année prochaine de l'ordre de 2 milliards : la dette

Quels que soient les enjeux stratégiques derrière ces annonces des agences de notation, une chose est certaine : les Etats européens, à l'instar du gouvernement français, profitent de ces annonces pour augmenter la pression idéologique sur les populations et présenter l'austérité comme le seul choix possible.

#### Encadré 4

##### **Qui sollicite les agences de notation et pourquoi ?**

Dans la logique des marchés financiers, théoriquement, la notation est censée avoir quatre avantages pour l'émetteur<sup>4</sup> :

1°) lever plus facilement des fonds sur le marché, la note indiquant le risque de crédit correspondant ;

2°) réduire le coût de financement : la note est censée être fondée sur une analyse pertinente de la situation de l'émetteur, ce qui n'est absolument pas garanti ;

3°) gagner en notoriété : une note plus élevée est signe de la bonne santé de l'émetteur ;

4°) se distinguer des concurrents sur le marché.

Fondamentalement, l'existence des agences de notation découle de la nature des marchés financiers : ce sont des lieux où agents économiques (entreprises, États et autres collectivités publiques) sollicitent des financements de la part d'autres agents économiques (compagnies d'assurance, fonds de placement, fonds de pension...) qui ne disposent pas d'information détaillée sur leur situation financière. Les agences de notation sont censées fournir ces informations aux détenteurs de fonds, de « portefeuilles financiers ». Cette situation est profondément différente de la relation qui unit une banque et les clients à qui elle fait crédit (ou non) sur la base d'une connaissance, en principe, très détaillée de ses activités, de ses marchés, de sa situation financière.

---

arrivant à échéance et pour laquelle il va falloir emprunter à des taux en vigueur plus élevés serait de 200 milliards d'euros ; une hausse d'un point du taux d'intérêt alourdirait donc les charges d'intérêt de 2 milliards d'euros, soit 200 mds € X 1 %.

<sup>4</sup> Norbert Gaillard, *op. cit.*

## **Quelles sont les insuffisances de la démarche européenne pour une régulation des agences de notation ?**

Depuis les années 1990, on a vu se multiplier les dérives des agences. La crise actuelle a surtout mis en évidence la nécessité de superviser, de contrôler, voire de mettre fin aux pratiques de ces agences.

Les autorités européennes ont pris des initiatives pour, selon elles, une meilleure maîtrise des agences de notation. Ainsi, dans la foulée des engagements du G 20 de novembre 2008, un « règlement de l'Union européenne (UE) sur les agences de notation de crédit » est en vigueur depuis décembre 2010.

Ce règlement porte essentiellement sur l'enregistrement, les règles de conduite et la surveillance des agences de notation (voir annexe 1).

Les événements survenus en 2011 ont mis en évidence l'insuffisance de ces règlements.

En novembre 2011, la Commission européenne a présenté de nouvelles propositions qui seront transmises au Parlement européen et au Conseil (les États membres) pour négociation et adoption.

Les propos de Michel Barnier, commissaire européen chargé du marché intérieur, lors de la présentation de ces propositions sont un aveu d'échec de la démarche européenne : *« Les notations de crédit influent directement sur les marchés et l'économie et, par ricochet, sur la prospérité des citoyens européens. Elles ne sont pas seulement l'expression d'une opinion. Les agences de notation ont commis de graves erreurs par le passé. J'ai aussi été surpris du moment choisi pour noter certains emprunteurs souverains, par exemple au beau milieu de négociations sur l'octroi d'un programme d'aide internationale au pays. Nous ne pouvons laisser les notations exacerber la volatilité des marchés. Mon objectif premier est de réduire la dépendance excessive à leur égard, tout en améliorant de la qualité du processus de notation. Les agences de notation devraient être soumises à des règles plus strictes, faire preuve de plus de transparence dans leurs notations et être comptables de leurs erreurs. Je souhaite aussi un renforcement de la concurrence dans ce secteur ».*

Les propositions nouvelles de la Commission viseraient quatre objectifs (voir annexe 2):

« 1. Empêcher les établissements financiers de se fier exclusivement et aveuglément aux notations de crédit pour leurs investissements ;

« 2. Des notations de la dette souveraine plus transparentes et plus fréquentes ;

« 3. Une plus grande diversité et une indépendance accrue des agences de notation, afin d'écartier les risques de conflits d'intérêts ;

« 4. Rendre les agences de notation davantage comptables de leurs notations. »

Il convient de souligner qu'à l'origine, le Commissaire européen visait la suspension provisoire de la note d'un État bénéficiant d'une aide financière internationale. Cette idée n'a pas été retenue par la Commission. « *Nous avons eu une discussion très longue et légitime avec mes collègues au sein de la Commission sur ce qui n'était pas à mes yeux la mesure principale. J'ai considéré qu'il fallait plus de temps pour convaincre et détailler les mesures techniques de cette suspension* », dit Michel Barnier.

## **En guise de conclusion : arrêter la financiarisation pour mettre fin au scandale des agences de notation**

La régulation des agences de notation et plus généralement des marchés financiers est à présent inscrite dans l'agenda de la plupart des gouvernements et des institutions internationales.

Une telle régulation ne peut pas être confiée aux organismes privés. Ainsi, l'idée de la création d'une agence publique de notation européenne prend de l'ampleur. Elle pourrait s'appuyer sur les moyens des banques centrales. Par exemple, la Banque de France attribue une cote de crédit à environ 200 000 entreprises recensées dans son Fichier bancaire des entreprises (FIBEN). Il s'agit là d'un véritable service public qui devrait être sensiblement réformé pour que la cotation Banque de France fasse prévaloir des critères de développement de l'emploi, de la formation, de la recherche, du développement équilibré des territoires dans le respect de l'environnement. Un débat important s'est amorcé sur ce point à l'occasion du colloque sur le financement

des PME organisé en juin 2009 par la Fédération des Finances CGT.

Une telle régulation serait certes une avancée, mais elle ne devrait pas empêcher le débat de fond qui doit porter sur la financiarisation et la domination des marchés financiers.

Si l'essor des agences de notation s'explique par la suraccumulation des capitaux financiers, la résolution fondamentale du problème nécessite d'empêcher cette suraccumulation, cette dérive dans la financiarisation qui est à l'origine de la crise actuelle.

Cela nécessite de revaloriser le travail, de renforcer le potentiel productif, d'accroître le potentiel de croissance économique. Cela passe notamment par la promotion de l'emploi qualifié, la hausse des salaires et le développement des investissements productifs.

Le système financier, la fiscalité et les fonds publics doivent être mobilisés à ces fins. En particulier, les crédits bancaires doivent cesser d'alimenter la spéculation et le gonflement des prix des actifs financiers, et être réorientés vers le financement des investissements les plus favorables au développement de l'emploi qualifié et vers le développement des services publics. ■

## Règlement de l'Union européenne sur les Agences de notation de crédit

1) enregistrement: pour être enregistrée, une agence de notation doit respecter un certain nombre d'obligations concernant la conduite ses activités (voir point 2) qui visent à garantir l'indépendance et l'intégrité du processus de notation et à améliorer la qualité des notations émises ; l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) est responsable depuis juillet 2011 de l'enregistrement des agences de notation dans l'UE; 28 Agences de notation de crédit (ANC, dont certaines appartiennent au même groupe) sont actuellement enregistrées auprès de cette autorité ;

2) règles de conduite : le règlement existant impose aux agences de notation d'éviter les conflits d'intérêts (leurs analystes de notation ne peuvent pas noter une entité dans laquelle ils détiennent une participation, par exemple), de veiller à la qualité de leurs notations (par exemple en assurant un suivi permanent de celles-ci) et de leurs méthodes de notation (qui doivent notamment être rigoureuses et appliquées de façon systématique) et d'assurer un haut niveau de transparence (par exemple en publiant chaque année un rapport de transparence) ;

3) surveillance : depuis juillet 2011, l'AEMF exerce des pouvoirs exclusifs de surveillance sur les agences de notation de crédit enregistrées dans l'Union; elle dispose en outre de pouvoirs d'enquête exhaustifs et peut exiger la production de documents ou de données de toute nature, convoquer et auditionner des personnes, procéder à des inspections sur place et infliger des sanctions administratives, des amendes ou des astreintes. Cette surveillance a ainsi été simplifiée et centralisée au niveau européen. Cette

centralisation permet aux agences de notation enregistrées de disposer d'un point de contact unique et de bénéficier ainsi de gains d'efficience considérables liés à l'accélération et à la simplification des procédures d'enregistrement et de surveillance, en étant assurées d'une application plus cohérente des règles dont elles relèvent ; pour l'heure, les agences de notation de crédit sont les seuls établissements financiers directement soumis à la surveillance d'une autorité européenne de surveillance.

Ces règles européennes s'appliqueraient aux notations d'entités publiques de l'UE, mais aussi d'entités publiques situées à l'extérieur de l'UE dès lors qu'elles seraient émises par des agences de notation enregistrées dans l'UE.

## **Nouvelles propositions de la Commission européenne concernant les agences de notation**

### 1. Empêcher les établissements financiers de se fier exclusivement et aveuglément aux notations de crédit pour leurs investissements

Les notations de crédit jouent actuellement un rôle quasi-institutionnel. Nous devons réduire notre dépendance à leur égard. Nos propositions de juillet 2011 relatives à la directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV) réduisent le nombre de références législatives aux notations externes et imposent aux établissements financiers de faire preuve de toute la diligence requise en effectuant leurs propres vérifications. Des modifications du même ordre sont présentées aujourd'hui dans une proposition de directive complémentaire qui concerne les gestionnaires de fonds. Ce dispositif sera complété l'an prochain par une modification des règles applicables aux assurances. La proposition présentée aujourd'hui contient aussi une obligation générale imposant aux investisseurs d'effectuer leurs propres évaluations de crédit.

En outre, les agences de notation et les entités notées elles-mêmes devront fournir des informations plus complètes et de meilleure qualité sur les données qui sous-tendent leurs notations, afin que les investisseurs professionnels puissent se forger leur propre opinion. Ainsi, les agences de notation devront-elles transmettre leurs notations à l'Agence européenne des marchés financiers (AEMF), laquelle veillera à mettre gratuitement à la disposition des investisseurs toutes les notations disponibles pour un instrument de créance donné, sous la forme d'un indice européen de notation («EURIX»).

Par ailleurs, les agences de notation devront consulter les émetteurs et les investisseurs sur tout projet de modification de leurs méthodes de notation. Ces changements seront communiqués à l'AEMF, qui vérifiera le respect des formes et des procédures applicables.

### 2. Des notations de la dette souveraine plus transparentes et plus fréquentes

Les États membres seraient notés plus fréquemment (tous les six mois), et les investisseurs et les États membres seraient informés des données et des

hypothèses qui sous-tendent chaque notation. Par ailleurs, pour éviter toute désorganisation des marchés, les notations souveraines ne seraient publiées qu'après la clôture des marchés de l'UE, et au moins une heure avant leur ouverture. L'éventuelle suspension des notations souveraines est un sujet complexe qui, à notre sens, mérite un examen plus approfondi.

### 3. Une plus grande diversité et une indépendance accrue des agences de notation, afin d'écarter les risques de conflits d'intérêts

Les émetteurs auraient l'obligation de changer tous les trois ans l'agence qui les note. Ceci devrait permettre à ces petits concurrents de se développer et élargir le choix des émetteurs en termes d'agences de notation.

Enfin, deux notations provenant de deux agences différentes seraient requises pour les instruments financiers structurés complexes, et les actionnaires importants d'une agence de notation donnée ne pourraient pas détenir simultanément de participation dans une autre agence.

### 4. Rendre les agences de notation davantage comptables de leurs notations

Une agence de notation doit être tenue pour responsable si elle enfreint, intentionnellement ou par négligence, le règlement sur les agences de notation, en causant un préjudice à un investisseur qui s'est fondé sur la note fournie à la suite d'une telle infraction. Ces investisseurs devraient tenter une action en responsabilité civile auprès des tribunaux nationaux. La charge de la preuve incomberait à l'agence de notation. ■