

CHRONIQUE

DROIT BANCAIRE INTERNATIONAL



GEORGES AFFAKI
Professeur des
universités associé
Avocat à la Cour



**JULIETTE
MOREL-MAROGER**
Maître de conférences
Université Paris
Dauphine



ALINE TENENBAUM
Maître de conférences
Faculté de droit
Université Paris-Est
Créteil



JEAN STOFFLET
Agrégé des
facultés de droit
Professeur émérite

Autorité européenne des marchés financiers – Organisation internationale des Commissions de valeurs mobilières – Agences de notation.

Rapport spécial de la Cour des comptes européenne n° 22/2015 :
« La surveillance, par l'UE, des agences de notation de crédit est bien
en place, mais elle n'est pas encore totalement efficace. »

Sound practices at large intermediaries relating to the assessment
of creditworthiness and the use of external credit ratings, Final Report,
OICV décembre 2015, FR33/2015.

Commentaire d'Aline Tenenbaum

La mise en cause des agences de notation dans le processus de déclenchement de la crise financière de 2008 continue de produire des ondes de choc, ou à tout le moins de susciter des réflexions quant à l'encadrement de la conduite de l'activité de ces acteurs des marchés financiers¹. La mode est désormais à la désintoxication : comment à la fois superviser ces agences et trouver des modes alternatifs d'évaluation des risques ?

Les initiatives se sont multipliées depuis 2008, au niveau tant européen qu'international. Les textes et les propositions européens se sont ainsi succédé. Le règlement du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit² a ouvert une phase d'activité

intense du point de vue de la réglementation. Il a été amendé³ et complété par des décisions sur l'équivalence des cadres de surveillance des États tiers, des règlements délégués et des normes techniques d'exécution arrêtées par l'AEMF. Cette dernière s'est vue confier, par ailleurs, la supervision des agences de notation désormais enregistrées sur un registre spécifique contrôlé par l'AEMF. La Commission a en outre adressé au Parlement européen et au Conseil un rapport sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité du crédit des dettes souveraines pour réduire le risque d'instabilité financière lié au recours excessif aux notations externes des dettes souveraines⁴.

Les actions internationales ne sont pas en reste. Le Conseil de stabilité financière, dans le cadre du G20, a élaboré dès avril 2008 un rapport, suivi de la diffusion en octobre 2010 de principes (*Principles for reducing reliance on CRA ratings*), dont l'évaluation mutuelle a également été publiée en mai 2014 (*Thematic review of the FSB principles for reducing reliance on CRA*). L'OICV a soutenu l'action du FSB par son rapport de

agences de notation de crédit, JO L 302 du 17 novembre 2009. C. Lequesne-Roth et A. Van Waeyenberger, « La réglementation européenne : de la négligence à l'impuissance », in B. Colmant (dir.), *Les Agences de notation financière, entre marchés et États*, Larcier, 2013, p. 135.

1. E. de Callatay, « De la théorie de l'agence à la pratique des agences de notation », in B. Colmant (dir.), *Les Agences de notation financière, entre marchés et États*, Larcier, 2013, p. 25.

2. Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil sur les

3. V. notamment les dernières modifications issues du règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, JO L 146 du 31 mai 2013.

4. Rapport du 23 octobre 2015, COM (2015) 515 final.

décembre 2015, intitulé « *Sound Practices at Large Intermediaries Relating to the Assessment of Creditworthiness and the Use of External Credit Ratings* ».

Deux approches complémentaires semblent ainsi se dessiner : d'une part, celle portant sur les modalités d'encadrement des activités des agences de notation ; d'autre part, celle visant à réduire le poids et la systématisation des références aux notes et évaluations attribuées par ces entités.

La première de ces voies est illustrée par le rapport spécial de la Cour des comptes européenne sur la qualité de la surveillance par l'AEMF des agences de notation. Au mois de juin 2015, on dénombre 23 agences de notation surveillées par l'AEMF et désormais enregistrées dans un registre central (CEREP). Le rapport met en lumière les difficultés rencontrées par l'AEMF en pratique pour exercer ses compétences sur les agences de notation. Il montre le décalage entre les règles issues des règlements européens et leur mise en œuvre : l'application des exigences réglementaires nécessite une approche non seulement centralisée mais également fondée sur une meilleure lisibilité et cohérence des actions de l'AEMF.

En premier lieu, l'enregistrement d'une agence de notation auprès de l'AEMF fait l'objet de règles détaillées élaborées par cette dernière et se déroule selon une séquence en deux temps : une phase de vérification du caractère complet de la demande précède une phase de vérification de la conformité. Au cours de cette seconde phase, l'AEMF doit vérifier notamment que les méthodes d'évaluation et de notation mises en œuvre par l'agence de notation sont conformes aux exigences du règlement délégué : ce dernier précise que les méthodes de notation doivent être sérieuses, systématiques, sans discontinuité et pouvoir être validées sur la base de données historiques, y compris des contrôles a posteriori. La Cour des comptes européenne constate que l'AEMF n'est pas à même d'évaluer effectivement la conformité des méthodes présentées par les agences : notamment, elle n'a pas défini de manière suffisamment détaillée et harmonisée les documents exigés à cet égard.

Concernant, en second lieu, l'identification des risques, l'AEMF procède à une évaluation annuelle et à des analyses ponctuelles, suivant une grille comprenant quatre grandes familles de risques. La Cour des comptes européenne relève différentes faiblesses dans cette mission de surveillance. On peut citer les exemples suivants : absence de documentation détaillée qui permettrait une meilleure traçabilité, difficultés de traitement des informations recueillies en l'absence d'un outil informatique spécifique et adapté, absence

de contrôle de certains types de conflits d'intérêts, limites des contrôles sur les publications générales auxquelles sont tenues les agences de notation.

On voit donc, au travers de ce rapport et des recommandations qu'il préconise, que la réglementation, bien que très détaillée, ne suffit pas à garantir l'effectivité du contrôle.

L'OICV, pour sa part, a examiné dans son rapport les alternatives à l'utilisation excessive et systématique à la notion externe. Elle s'appuie sur une étude conduite auprès d'intermédiaires dans différents pays qui ont, pour certains, déjà mis en place des procédures internes d'appréciation des risques. L'OICV, tout en soulignant le fait que certains opérateurs sont favorables à une réglementation renforcée des activités des agences de notation et à un encadrement plus contraignant quant aux méthodes utilisées, milite pour un renforcement de l'évaluation interne des risques. Cette évaluation interne devrait être guidée par une série de principes détaillés dans le rapport.

Le Conseil de stabilité financière, dont les travaux sont une source d'inspiration de ce rapport de l'OICV, a déjà souligné que certains États ont réduit la référence systématique aux évaluations élaborées par les agences notation. Les efforts sont ainsi visibles aux États-Unis au travers du *Dodd-Franck Act* ou encore dans l'Union européenne par la révision en 2013 susvisée du règlement sur les agences de notation. En 2013, en effet, le législateur européen a introduit des règles visant à lutter contre la dépendance excessive des institutions financières, des autorités européennes de surveillance et du Comité européen du risque systémique à l'égard des notations de crédit (nouvel article 5 bis et 5 ter du règlement sur les agences de notation de crédit). Le but de supprimer au plus tard au 1^{er} janvier 2020 toutes les références aux notations de crédit dans le droit européen sous réserve d'avoir mis en œuvre des solutions alternatives d'évaluation du risque (nouvel article 5 quater du règlement sur les agences de notation de crédit).

Parmi les bonnes pratiques recommandées par l'OICV, issues d'études menées auprès d'intermédiaires, certaines concernent l'organisation interne des intermédiaires tandis que d'autres portent sur les méthodes d'évaluation. Par exemple, au titre des recommandations de la première catégorie, l'OICV préconise d'établir un département spécifiquement en charge de l'évaluation indépendante, séparé des autres services. Pour ce qui concerne la seconde catégorie, on peut citer la recommandation 7 du rapport : « compléter par des évaluations qualitatives diversifiées les procédés purement quantitatifs d'évaluation ». ■