

Paris, le 22 janvier 2009

L'Autorité des marchés financiers publie son rapport 2008 sur les agences de notation

Le cinquième rapport annuel de l'AMF sur les agences de notation porte sur la période 2007 et les neuf premiers mois de l'année 2008. Il s'inscrit dans un contexte international marqué par des turbulences financières majeures observées depuis l'éclatement de la crise du *subprime*, à l'été 2007. Depuis plusieurs années l'AMF plaide pour une évolution du mode de supervision des agences de notation. Les évolutions récentes la confortent dans cette approche.

Dans son rapport l'AMF met l'accent sur deux thèmes, à ses yeux prioritaires :

- l'impact de la notation sur les conditions de financement des entreprises ;
- la notation des produits structurés, qui a subi des dégradations brutales, massives, répétées et retardées dans le temps. Dès son rapport de janvier 2006, l'AMF avait déjà attiré l'attention sur un certain nombre de problèmes spécifiques à ce segment de marché (conflits d'intérêt, limites des méthodologies utilisées et volatilité des notations). Sur les derniers mois, les agences de notation ont pris des mesures visant à corriger une partie des dysfonctionnements mis en évidence par la crise financière.

A l'issue de la publication de ce rapport annuel 2008, Jean-Pierre Jouyet, Président de l'Autorité a déclaré : « Avant le début de la crise, l'AMF demandait une évolution du modèle de supervision des agences de notation et avait fait des propositions en ce sens. Le modèle est en cours de changement. Il nous faut être très vigilant pour que le dispositif qui verra le jour garantisse la qualité, la transparence et l'intégrité du processus de notation :

- ainsi, l'AMF soutient le projet de règlement européen en cours de discussion sur les agences de notation, pourvu qu'il aboutisse à un cadre de supervision efficace au plan communautaire. Il est important que cette surveillance s'exerce de manière coordonnée au sein du CESR (Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières) en associant les régulateurs nationaux qui doivent disposer d'un pouvoir étendu de surveillance et d'enquête sur les agences ;
- l'AMF souhaite rappeler que le fait de recourir à une agence de notation ne dispense pas les gestionnaires financiers, qui investissent dans des produits structurés pour le compte des OPCVM, notamment ceux offerts aux investisseurs particuliers, d'effectuer leurs propres diligences et contrôles. Dans cette perspective un groupe de travail a été constitué par l'OICV, dont la présidence a été confiée à l'AMF ;
- enfin, l'AMF propose que le cadre réglementaire facilite l'émergence de modèles alternatifs d'analyse de crédit, en complément du système actuel des agences. De nouveaux modèles d'évaluation pourraient ainsi se développer sur un marché plus concurrentiel, avec le soutien des investisseurs. »

Les principales conclusions du rapport

Concernant la notation de crédit des entreprises

356 entités ont fait l'objet, en 2007, d'une notation « long terme » en France. C'est le secteur industriel qui est le plus représenté avec 38% des groupes notés. Près de 40% des groupes français notés sont cotés en bourse, la quasi-totalité faisant partie du CAC 40.

Les deux tiers des émetteurs notés n'ont recours aux services que d'une seule agence, cette proportion étant plus forte pour les émetteurs publics et les compagnies d'assurance. Les émetteurs qui recourent occasionnellement au marché privilégient une seule notation. De fait, seuls 58 % des groupes notés avaient un emprunt en circulation fin 2007. S'agissant des émetteurs multi notés, soit environ le tiers de l'échantillon, les deux tiers font l'objet de notations divergentes de la part des agences mais les écarts constatés sont d'ampleur limitée.

La notation moyenne des entités françaises fait apparaître un risque moyen voire faible. Au cours de l'année 2007, la qualité de la dette s'est améliorée, les deux tiers des actions des agences se sont traduites par un rehaussement de note. En revanche, le rapport constate qu'au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, cette situation s'est brutalement retournée avec une forte augmentation du nombre d'abaissements de note (155 dégradations contre 56 en 2007). Ces abaissements de note se sont concentrés au cours de l'été 2008 et ont principalement concerné le secteur bancaire (60 émetteurs contre 10 en 2007), soit 36% des entités notées. Or, la dégradation des notations observée en 2008 pourrait se traduire par une détérioration significative des modalités de financement des sociétés en 2009. La baisse des notations est susceptible, dans certains cas plus limités, de déclencher des clauses contingentes pouvant conduire à une crise de liquidité pour les émetteurs concernés.

Compte tenu des effets potentiellement déstabilisants des dégradations de notation, l'AMF invite donc les acteurs du marché à la plus grande prudence lorsqu'ils font dépendre les modalités de financement des sociétés de la notation. Cela est notamment le cas lorsque des clauses contingentes (*trigger clauses*) liées à des *covenants* sont attachées à des émissions ou à des prêts.

Concernant la notation des produits de financement structuré

Très vigoureuse jusqu'à l'été 2007, l'activité de titrisation a brutalement ralenti dès l'éclatement de la crise du *subprime*, notamment sur le segment des *Asset back securities* (ABS) et des *Collateralised debt obligations* (CDO), avant de s'effondrer à partir du début de l'année 2008. Les émissions au niveau mondial sur les neuf premiers mois de l'année 2008 ont avoisiné 700 milliards d'euros, contre plus de 2 150 milliards d'euros sur la même période de l'année précédente (soit une baisse de 68 % sur un an). Le marché français a connu une évolution similaire : après une forte croissance observée en 2006, les opérations de titrisation des arrangeurs français en Europe sont restées dynamiques jusqu'au premier semestre 2007, avant de ralentir sur la seconde partie de l'année.

Au cours de cette période, l'action des agences de notation s'est caractérisée par :

- une réaction brutale et retardée par rapport à l'évolution des prix de marché à l'égard de véhicules de types RMBS (*Residential mortgage-backed securities*) et CDO ;
- une forte concentration des dégradations dans le temps (juillet-août, octobre 2007, quatre premiers mois de l'année 2008 et été 2008) et sur les tranches les plus récemment émises ;
- une accentuation de la fréquence et de l'ampleur des dégradations depuis l'été 2007.

Du fait de leur rôle central sur le marché des produits structurés, les agences de notation ont été rendues en partie responsables des excès et dysfonctionnements à l'origine de la crise. Devant ce mouvement de défiance, les agences ont procédé à des modifications de leurs méthodologies, en s'attachant à réduire l'instabilité des notations et à améliorer la transparence et la communication sur leurs méthodologies (publication, notamment des résultats de leurs simulations). L'information demeure néanmoins insuffisante comparée à celle imposée par les directives prospectus et transparence. En outre, malgré certaines améliorations, pour la majorité des investisseurs les méthodes de notation demeurent des boîtes noires.

L'AMF réaffirme donc la nécessité d'une plus grande transparence des agences sur les notes individuelles et les éléments méthodologiques ou d'appréciation spécifiques qui leur permettent d'arriver à ces résultats, sur les données statistiques qu'elles utilisent, ainsi que sur les actifs composant les produits notés, afin que les investisseurs améliorent leur propre appréciation et gestion des risques liés à ces produits.