



Etude relative à la faisabilité de solutions alternatives aux notations de crédit

Résumé analytique

Décembre 2015



AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ

Les informations et opinions figurant dans l'étude sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement l'opinion officielle de la Commission européenne. La Commission européenne ne garantit pas l'exactitude des données incluses dans cette étude. Ni la Commission européenne ni aucune personne agissant pour le compte de la Commission européenne ne peuvent être tenues responsables de l'usage qui pourrait être fait des informations qui y sont contenues.

COMMISSION EUROPÉENNE

Direction Générale Stabilité financière, Services financiers et Union des marchés de capitaux

doi:10.2874/553722

ISBN: 978-92-79-50589-8

© Union européenne, 2015

Reproduction autorisée, moyennant mention de la source.

Etude relative à la faisabilité de solutions alternatives aux notations de crédit externes

Résumé analytique

Résumé analytique

Ces dernières années ont montré comment les notations externes, tout en continuant à jouer un rôle important sur les marchés financiers, peuvent contribuer à aggraver une crise financière ou une crise de la dette souveraine. Les notations externes synthétisent les informations disponibles sur un émetteur ou un emprunteur, son marché et son environnement économique. Cela peut offrir aux investisseurs et aux prêteurs un outil transparent et efficace pour comprendre les risques associés à un investissement ou à un prêt particulier. Cependant, au vu des événements durant la crise financière, il semble que les références directes aux notations des agences de notation de crédit dans des textes formant le cadre prudentiel n'aient pas, au contraire, incité les investisseurs à développer leurs propres capacités d'évaluation des risques de crédit et à exercer une diligence raisonnable. Cette dépendance à l'égard des notations externes, exclusive et mécanique, sans considération pour les évaluations de crédit internes, peut causer comportements moutonniers et brusques cessions de titres lorsque les notations sont revues à la baisse. Ces effets peuvent amplifier la procyclicité du risque financier et causer des perturbations systémiques aux systèmes financiers. Suite à la crise financière mondiale de 2008-09 et à la crise plus récente de la dette souveraine dans la zone euro, il y a eu un effort concerté à la fois au niveau mondial et au niveau de l'UE pour réduire la dépendance aux notations des agences de notation. Un élément de ce travail est de développer des alternatives viables aux notations des agences de notation de crédit. La présente étude contribue à cet objectif par (i) la cartographie et la description des alternatives aux notations des agences de notation de crédit et (ii) l'évaluation de la faisabilité des solutions alternatives identifiées.

Encadré 1: Que sont les notations de crédit externes et en quoi sont-elles pertinentes?

Les notations de crédit externes sont des évaluations ou des «opinions», fournies par des tiers, sur le risque de crédit d'un emprunteur ou d'un titre.

Les notations de crédit externes jouent un rôle important sur les marchés financiers modernes car:

- elles permettent une réduction des asymétries d'information entre emprunteurs (émetteurs) et prêteurs (investisseurs), ce qui diminue le coût de l'accès au marché pour les emprunteurs et le coût de l'information pour les prêteurs;
- elles fournissent aux acteurs du marché un moyen de comparer différents investissements potentiels et une norme commune, ou un langage commun, pour se référer au risque de crédit.

Les notations de crédit externes sont apparues aux États-Unis en 1909 avec la notation des obligations émises par les premières entreprises de chemin de fer. Depuis, le champ d'application des notations de crédit externes s'est étendu, des obligations émises par les entreprises à un éventail d'instruments y compris les prêts, les papiers commerciaux, les dépôts bancaires et les produits financiers structurés. En outre, différents types de notation se sont développés au fil du temps:

- la notation des émetteurs par exemple les entreprises non financières, les entreprises financières comme les banques et les compagnies d'assurance, les émetteurs de dette souveraine, les Fonds commun de créances (pour les produits financiers structurés), les entités sous-souveraines comme les municipalités, etc ;
- la notation des émissions elles-mêmes - chaque émission obligataire spécifique ou chaque prêt de la même entité est note de manière distincte dans le cas de la dette de l'entreprise;
- Le marché cible de l'émission - il y a des notations séparées pour la dette levée

sur les marchés domestiques et celle levée au niveau international;

- Notations de crédit à court terme et à long terme

L'une des principales raisons de cette étendue du recours aux notations externes et de ce fort degré d'utilisation est que les marchés financiers jouent un rôle croissant dans le financement des gouvernements et des entreprises -une tendance qui devrait se poursuivre dans les années à venir compte tenu que les banques sont soumises à exigences de fonds propres plus élevées.

Méthodologie de l'étude

Cette étude est basée sur plusieurs sources d'information:

- une revue de la littérature (littérature académique et littérature grise) sur les sujets suivants: l'étendue du recours aux notations des agences de notation de crédit par les régulateurs et les acteurs du marché et le degré d'utilisation; les preuves de dépendance exclusive et mécanique à l'égard des notations externes; et les alternatives aux notations externes;
- des entretiens semi-structurés avec 114 intervenants représentant les régulateurs, les autorités sectorielles compétentes et les participants du marché tels que les banques, les sociétés de gestion d'actifs, les fonds de placement et de prévoyance, les chambres de compensation, les compagnies d'assurance / de réassurance, les représentants des sociétés émettrices, etc.;
- des enquêtes en ligne ciblant les autorités sectorielles compétentes, les agences de notation de crédit et les trésors nationaux;
- un atelier de validation avec les représentants des autorités compétentes, des fonctionnaires de la Commission européenne, des universitaires et des acteurs du marché de différents secteurs;
- une étude de cas sur l'expérience américaine liée à la mise en œuvre de la loi Dodd-Frank de 2010, qui, entre autres, exige que toutes les agences américaines concernées suppriment toutes les références réglementaires ou dispositions rendant obligatoires l'utilisation des notations externes et les remplacent par d'autres indicateurs du risque de crédit;
- des contributions du Professeur Lawrence J. White qui a beaucoup écrit sur le sujet, y compris sur ce que les agences de notation de crédit font, leur rôle dans la crise financière de 2008, et comment le système actuel pourrait être amélioré.

Résultats de l'étude

Les principaux résultats de l'étude peuvent être résumés comme suit:

L'étendue du recours aux notations externes et le degré d'utilisation

Les notations externes (principalement les notations des agences de notation de crédit) sont largement utilisées par les acteurs du marché, à différentes fins, et plus particulièrement :

- Pour la gestion des placements et des risques
 - Prendre des décisions concernant un investissement ou un prêt ;
 - Évaluer et suivre le risque de crédit / de contrepartie;
 - Signaler la solvabilité (émetteurs d'obligations, emprunteurs);

- Déterminer l'éligibilité des titres à être admis en collatéraux, le montant de la décote ou les marges à appliquer (banques centrales et chambres de compensation);
- Communiquer et faire du reporting sur les risques;
- à des fins réglementaires (par exemple pour déterminer les fonds propres réglementaires et pour la surveillance du risque systémique);
- à des fins contractuelles (voir la section ci-dessous sur les références contractuelles aux notations externes).

L'utilisation des notations externes pour la gestion des placements et des risques

Les notations externes - en fournissant une évaluation indépendante, objective et comparable du risque de contrepartie / de crédit - jouent un rôle important dans la réduction des asymétries d'information entre les emprunteurs et les prêteurs / investisseurs, mais sont rarement utilisées de manière exclusive par les participants du marché au moment de faire leurs choix de placement ou de prêt. L'importance donnée aux notations externes dépend cependant du secteur, de la taille et la sophistication de l'acteur du marché et du type de classes d'actifs dans lequel il investit.

Secteur

- Les notations externes ne jouent pas un rôle important dans l'activité de prêt des établissements de crédit sachant que beaucoup de leurs clients ne sont pas notés par une agence de notation. Les notations externes sont cependant utilisées à des degrés divers dans leurs activités sur les marchés financiers.
- Dans le secteur de l'assurance - où l'évaluation du risque de crédit ne constitue pas le cœur de métier- l'utilisation des notations externes est relativement commun, car il n'est pas faisable pour les compagnies d'assurance / de réassurance (sauf peut-être pour les plus grandes) d'investir dans des mécanismes internes d'évaluation du risque de crédit.
- De même, l'utilisation des notations externes est assez répandue dans le secteur de la gestion d'actifs - en particulier parmi les petits acteurs et ceux qui investissent dans les produits « vanille ».
- Les chambres de compensation ont tendance à mener leur propre analyse interne afin de déterminer la solvabilité des contreparties et la possibilité des titres à être admis en collatéraux. Les notations externes sont utilisées dans ce contexte comme points de comparaison et pour la démarche qualité.

Taille

- Les grands acteurs des marchés financiers conduisent généralement leur propre évaluation interne des risques de crédit et utilisent les notations externes comme une source d'information pour leur analyse ou comme un point de comparaison pour compléter / recouper leur propre analyse; tandis que les acteurs plus petits et moins sophistiqués ont tendance à compter davantage sur les notations externes en raison d'un manque de ressources et d'expertise pour investir dans des approches internes.

Classe d'actifs

- L'utilisation des notations externes est généralement plus répandue dans le cas des obligations souveraines et des produits de financement structurés (bien

que pour ces derniers, le recours à des notations externes a diminué depuis la crise financière).

Références réglementaires et contractuelles aux notations externes

Des références aux notations externes subsistent dans un certain nombre de dispositions réglementaires et contractuelles à travers le système financier:

- Il existe des références aux notations externes dans des réglementations sectorielles clés de l'UE, à savoir dans les directive et règlement sur les fonds propres bancaires dits CRD / CRD IV (secteur bancaire) et dans la directive dite Solvabilité II qui sera prochainement mise en œuvre (secteur assurance / réassurance), et ce malgré le fait que des mesures ont été introduites dans ces directives pour réduire la dépendance exclusive et mécanique aux notations externes;
- En dehors des réglementations européennes, des références aux notations externes se trouvent dans le cadre du dispositif de l'Eurosystème d'évaluation de crédit et dans les règles d'éligibilité des actifs admis en garantie de plusieurs banques centrales nationales.

Les références aux notations externes dans les contrats privés relèvent des quatre grandes catégories suivantes:

- lignes directrices et restrictions d'investissement sur la base des notations externes dans les mandats de gestion / contrats avec les gestionnaire d'actifs : par exemple les gestionnaires d'actifs sont parfois contraints d'investir uniquement dans - ou de conserver uniquement - les actifs qui se trouvent dans la catégorie « investissement », selon les notes attribuées par des agences spécifiquement mentionnées (généralement les trois principales agences);
- Recours aux notations dans les contrats d'émission obligataire ou dans les accords de financement bancaire, qui prévoient que le créancier puisse, par exemple, couper la ligne de crédit, accélérer les obligations ou exiger des garanties supplémentaires en cas de dégradation de la notation de l'emprunteur en deçà d'un certain seuil mentionné dans le contrat ;
- Contrats privés qui, par exemple, définissent l'éligibilité des actifs admis en garantie par les prêteurs en fonction des notations externes ; et
- Autres références contractuelles : par exemple dans les prospectus, les accords de réassurance et les lettres de crédit.

L'impact de ces références contractuelles aux notations externes varie de mineur à sévère. Parmi les références ayant le plus d'impact, se trouvent les clauses contingentes qui peuvent entraîner:

- la fermeture des lignes de crédit ou l'accélération des obligations, ce qui a des implications importantes en terme de liquidité pour l'emprunteur / l'émetteur et risque d'exacerber les tensions sur la trésorerie au moment où l'émetteur est le moins en mesure de faire face à ces développements;
- des ventes massives de titres / d'obligations, ce qui amplifie la procyclicité.

Ces risques peuvent toutefois être atténués en mettant en place les mesures suivantes:

- délais de grâce inscrits dans les contrats;
- mandat de gestion qui prévoit qu'une partie du portefeuille peut être composée de produits non notés ou relevant de la catégorie spéculative ;
- obligation de consulter l'investisseur avant d'agir suite à une révision à la baisse de la notation externe;

- obligation de procéder à une analyse interne supplémentaire ou de prendre en compte des indicateurs supplémentaires avant de liquider une position suite à une dégradation de la notation externe;
- exigences en terme de notation externe qu'il n'est pas nécessaire de tenir tout au long du cycle d'investissement (il se peut que la dette ait besoin d'être classée en catégorie « investissement » au moment de l'investissement seulement);
- catégorie « investissement » définie en termes de notations internes;
- possibilité d'outrepasser les notations externes;
- utilisation de plusieurs notations externes, y compris celles produites par les petites agences.

Alternatives aux notations externes

Les principales alternatives aux évaluations externes sont les suivantes:

Les **évaluations et notations internes** où la majeure partie de l'analyse est effectuée en interne par le prêteur / l'investisseur à l'aide d'informations quantitatives et qualitatives recueillies à partir d'une variété de sources. Les indices de marché (par exemple les prix des actions / obligations, les prix des CDS), les ratios financiers et les évaluations menées par des tiers, y compris les notations externes produites par les trois grandes agences de notation de crédit, sont souvent pris en compte dans l'analyse interne. En fonction de l'usage plus ou moins prononcé de modèles statistiques, l'analyse interne peut être plus ou moins automatisée et le rôle donné au jugement humain peut varier. Dans sa forme la plus développée, les évaluations et notations internes sont basées sur des outils et des méthodologies exclusives (développées en interne), qui incorporent les propres recherches et analyses du prêteur / de l'investisseur, des données provenant de l'extérieur et le jugement humain.

Les **indices de marché** par exemple les prix des actions / obligations, les prix des CDS. Les indices de marché sont généralement analysés comme suit pour déterminer le risque :

- Calculer les spreads (écarts de taux) pour les obligations ;
- Etablir une fourchette de spreads pour les instruments ayant la même notation, spread observé indique alors la perception par le marché du risque ;
- Comparer le niveau des spreads avec les rendements d'indices tels que l'indice de crédit CDX édité par Markit ;
- Calculer le niveau des spreads, c'est-à-dire le différentiel de taux d'intérêt, entre deux obligations de même nature (groupes de pairs) ;
- Mesurer la volatilité ou l'écart-type des cours des actions ;
- Analyser les spreads basés sur des modèles par exemple corrélations / régressions pour identifier les relations entre spread, redressement et notations.

Les **ratios financiers** tirés de la comptabilité, sont basés sur les états financiers (souvent accessibles au public). Ces ratios incluent les ratios de solvabilité, de rentabilité ou d'effet de levier, les ratios d'exploitation, le chiffre d'affaires et les ratios d'efficience.

Les ratios financiers sont parfois combinés avec les indices de marché pour calculer des mesures «hybrides» telles que:

- L'effet de levier ou le total du passif ÷ valeur de marché des actifs.

- Les flux de trésorerie ou EBITDA ÷ valeur de marché des actifs

En outre, les **évaluations menées par des tiers, par des entités non commerciales** telles que la classification des risques pays de l'OCDE et les bases de donnée centrales détenues ou gérées par les banques centrales, peuvent être considérées comme une alternative aux notations des agences de notation de crédit. Les bases de données en question incluent le service central des risques - qui analyse les encours de crédit du circuit financier - et les bases de données sur les états financiers - qui informent sur la qualité de la signature des contreparties auxquelles les banques sont exposées.

Le tableau ci-dessous résume l'étendue du recours aux alternatives identifiées et la faisabilité de recourir à ces alternatives en lieu et place des notations des agences de notation de crédit.

Table 1. Cartographie et évaluation de la faisabilité des alternatives

| Alternative | Etendue du recours à l'alternative et degré d'utilisation | Faisabilité de recourir à l'alternative en lieu et place des notations des agences de notation de crédit |
|-----------------------------------|--|--|
| évaluations et notations internes | <ul style="list-style-type: none"> • largement utilisées par les acteurs du marché (en particulier dans le secteur bancaire) dans l'évaluation du risque de crédit des contreparties et des titres • applicables à toutes les classes d'actifs • CRR / CRD IV et Solvabilité II permettent une utilisation des approches notations internes • déjà utilisées dans les contrats financiers, quoique dans une mesure limitée | <p>Importante, bien que les questions suivantes doivent être prises en considération :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Coûts – les coûts peuvent ne pas être justifiés pour les petits investisseurs ou pour ceux qui investissent dans les produits « vanille » • Les obstacles réglementaires - la réglementation des secteurs banque et assurance dissuadent les acteurs du marché d'utiliser des évaluations et notations internes à des fins réglementaires (par exemple pour la détermination des fonds propres réglementaires) • Les pratiques de marché - la préférence des investisseurs pour les notations externes dans des contrats financiers |
| indices de marché | <ul style="list-style-type: none"> • Applicabilité limitée - essentiellement utilisés comme un outil d'alerte précoce / outil de suivi par les participants du marché. • Pas d'exemples d'application dans les contrats financiers recensés par l'étude • Pas très appropriés à des fins réglementaires, par | <p>Ce sont des mesures complémentaires.</p> <p>Les indices de marché ne sont pas considérés comme des substituts aux notations externes, pour diverses raisons, dont le fait qu'ils reflètent une information allant au-delà des risques de crédit, leur procyclicité, le risque d'aléa</p> |

| Alternative | Etendue du recours à l'alternative et degré d'utilisation | Faisabilité de recourir à l'alternative en lieu et place des notations des agences de notation de crédit |
|--|--|--|
| | <p>exemple pour la détermination des fonds propres réglementaires</p> <ul style="list-style-type: none"> • Applicabilité limitée à certains instruments - obligations et titres liquides | <p>moral, leur horizon « court terme », leur volatilité, leur applicabilité limitée et la nécessité de prendre en compte d'autres types d'informations.</p> <p>Construire des moyennes mobiles à partir de ces indices de marché, bien qu'utiles pour limiter la volatilité, n'atténue pas toutes ces limitations.</p> |
| ratios financiers | <ul style="list-style-type: none"> • déjà pris en compte - en particulier par les banques - dans leurs évaluations de risque de crédit / de contrepartie • applicabilité limitée à la dette des entreprises et des entités sous-souveraines • exemples d'utilisation de ces ratios dans les contrats financiers (en remplacement des notations des agences de notation de crédit) | <p>Ceux-ci peuvent être utilisés comme complément d'information pour la gestion des placements et des risques, mais pas pour l'évaluation du risque de crédit des nouveaux entrants qui ne disposent pas de données historiques. En outre, ces mesures tirées de la comptabilité sont tournées vers le passé (prêteurs / investisseurs sont principalement intéressés par l'information prospective) et la disponibilité des données n'est pas immédiate.</p> <p>Peuvent être utilisés comme alternative aux notations des agences de notation de crédit dans les contrats financiers</p> <p>Cependant, pas appropriés à des fins réglementaires</p> |
| classification des risques pays - OCDE | <ul style="list-style-type: none"> • limitée à la dette souveraine • même dans ce périmètre, l'utilisation actuelle est très limitée | <p>Peut être utilisée comme une source d'information complémentaire pour la dette souveraine, plutôt que comme une alternative car elle ne mesure pas le risque de défaut.</p> |
| Service central des risques | <ul style="list-style-type: none"> • limité à la dette des entreprises • utilisation très limitée, car les centrales des risques existent seulement dans un nombre restreint d'États | <p>Ceci est considéré comme alternative viable à la condition que les acteurs du marché puissent y avoir accès</p> <p>La BCE travaille à l'établissement d'un service central des risques au</p> |

| Alternative | Etendue du recours à l'alternative et degré d'utilisation | Faisabilité de recourir à l'alternative en lieu et place des notations des agences de notation de crédit |
|--------------------|--|---|
| | membres | niveau de zone Euro pour la fin de 2017, un ensemble de bases de données analytiques de crédit détaillées (avec un jeu de données du nom de crédit analytique ou 'AnaCredit' ¹) qui serait une étape majeure dans le développement de cette alternative |

Conclusions

La principale conclusion de cette étude est qu'il y a toute une gamme de solutions qui sont actuellement utilisées par les participants du marché, en tant qu'outils complémentaires ou en tant que substituts aux notations des agences de notation de crédit. La variété des approches disponibles signifie que les notations externes des agences de notation de crédit n'ont nul besoin d'être le choix par défaut des régulateurs ou des participants du marché. Chaque approche -y compris les notations des agences de notation de crédit- a ses forces et faiblesses dans des contextes et cadres d'application spécifiques. Tant les régulateurs que les acteurs du marché devraient donc être encouragés à adopter l'outil le plus approprié ou la combinaison d'outils la plus appropriée, en fonction de leurs besoins et des circonstances, ainsi que des forces et faiblesses des approches disponibles.

¹ ECB(2015) Financial Integration in Europe. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201504.en.pdf>

EV-02-15-089-FR-N

doi:10.2874/553722
ISBN: 978-92-79-50589-8