

3.2.2 Les évolutions des notations d'obligations sécurisées européennes de 2005 à 2009

Sur la période de 2005 à 2009, Standard & Poor's et Moody's notent quasiment autant de titres l'un que l'autre (3 200), tandis que Fitch en note 25% de moins (seulement 2 400). Nonobstant des variations ponctuelles et parfois spectaculaires de certaines notes attribuées aux obligations sécurisées, l'évolution globale est à la stabilité des notations : entre 2005 et 2009, sur les 8 784 notations attribuées par les 3 principales agences de notation, 8 076 restent stables sur la période, soit une proportion de 92%. Cependant, on constate entre les trois agences de notation, de légères divergences quant aux évolutions de notation. Alors que chez Standard & Poor's les notes attribuées sont extrêmement stables dans le temps, elles ont tendance à se dégrader chez Moody's et à s'améliorer chez Fitch. Ces tendances sont cependant à relativiser : entre la première et la dernière notation 92% des titres restent stables chez Standard & Poor's¹²⁸ contre 96% chez Fitch¹²⁹ et 89% chez Moody's¹³⁰. Les obligations sécurisées restent donc extrêmement bien notées en dépit des effets de la crise financière. Au 31 décembre 2009, sur les 8 457 notations attribuées par les trois principales agences de notation à des programmes européens d'obligations sécurisées 93% d'entre eux sont des AAA –soit 7 834 notations. Initialement, 8 141 d'entre elles étaient évaluées AAA. 5,4% des notations initiales AAA ont été dégradées ou ont perdu leur notations, mais dans le même temps, 1,6% des notations se sont améliorées. En revanche, il est à noter le nombre significatif de notations qui ont disparu et sont passées au statut NR, PIF, WD ou WR. Ce phénomène touche tout particulièrement Standard & Poor's : 197 titres initialement notés AAA –sur un total initial de 3 071, 6,4%– ne sont plus notés au 31 décembre 2009 (NR)¹³¹. Autre particularité à noter : les titres touchés par les dégradations sont rarement les mêmes d'une agence de notation à une autre :

- ✓ Les titres dégradés par Standard & Poor's sont des cédulas espagnoles, affectées entre mars et juillet 2009, du fait de l'effondrement de l'immobilier espagnol et de la hausse du chômage qui affectent la qualité des créances hypothécaires placées en collatéral. Cependant, ni Moody's ni Fitch ne dégradent ces titres.
- ✓ Les titres dégradés par Moody's sont essentiellement des *Pfandbriefe* allemands affectés lors de la crise financière, en octobre et novembre 2008, sans qu'ils reviennent à leur notation d'origine dans le courant de l'année 2009.
- ✓ Enfin Fitch a très peu dégradé ses notations : pendant la crise financière un programme de *cedulas* et un de *Pfandbriefe* ainsi que le programme WM Covered Bonds Program (-2 crans), avant de lui faire regagner un cran en 2009.

La majorité des dégradations constatées sur le panel d'obligations sécurisées a eu lieu lors de la crise financière (septembre à octobre 2008) ou dans le courant de l'année 2009, du fait de la détérioration des indicateurs macroéconomiques (chômage, faillites, baisse des actifs immobiliers), venu affecter la qualité du collatéral. Si les dégradations sont peu nombreuses, elles sont parfois de forte amplitude : plusieurs *Pfandbriefe* allemands ont perdu 2 crans d'un coup. Pour quelques cas particuliers¹³², la notation est passée le même jour d'Aaa à Ba3.

¹²⁸ 2 885 notations sur 3 129 restent stables.

¹²⁹ 2 329 notations sur 2 425 restent stables.

¹³⁰ 2 864 notations sur 3 230 restent stables.

¹³¹ On ne prend évidemment pas en compte les titres qui sont arrivés à échéance avant le 31 décembre 2009 et qui donc se voient attribuer une notation NR au 31 décembre 2009, du fait même qu'ils n'existent plus.

¹³² *Pfandbriefe* allemands émis en avril 2006 par Kaupthing Bank.

Matrice de transition entre 2005 et 2009 des obligations sécurisées de l'Union Européenne, notées par Fitch, Standard & poor's et Moody's

Notation initiale	Dernière notation													Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	13	NR	PIF	WD	WR	
1	7 701	49	102	8	0	0	0	0	2	226	1	4	48	8 141
2	80	196	44	2	0	1	0	0	0	1	0	0	8	332
3	6	0	65	7	0	0	8	0	0	1	0	1	2	90
4	22	5	0	80	0	3	6	0	0	0	0	9	3	128
5	8	0	0	0	8	1	4	0	0	0	0	0	1	22
6	10	0	0	0	3	15	2	0	0	2	0	0	0	32
7	3	0	0	0	0	1	10	0	0	0	0	0	0	14
8	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	2
9	2	0	0	0	0	0	0	0	0	7	0	0	0	9
10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
NR	1	0	0	0	0	0	0	0	0	12	0	0	0	13
Total	7 834	250	211	97	11	21	30	1	2	250	1	14	62	8 784

De ces estimations, on peut dégager deux enseignements majeurs :

- D'une part, les modifications de notation constatées ne sont que très peu le fait des changements de méthodologie –comme on le verra plus en détail dans la partie suivante.
- D'autre part, les évolutions de notations différentes entre agences prouvent qu'en dépit de similitudes, les méthodologies des agences diffèrent sensiblement d'une agence de notation à l'autre.

3.2.3 L'impact du changement de méthodologie sur les notations

En durcissant les conditions de notation des obligations sécurisées, les trois agences de notation ont contraint les émetteurs à améliorer la qualité et la quantité de leur collatéral face au risque de voir la notation de leurs produits se dégrader. Les premiers résultats obtenus au travers des matrices de transition laissent peu transparaître un impact des changements de méthodologie sur les notations : surtout, il est délicat de distinguer ce qui relèverait du changement de notation de ce qui relèverait du contexte macro-économique et financier.

En ce qui concerne Standard & Poor's, le changement de méthodologie soumis aux acteurs du marché le 4 février 2009 est entré en application, le 16 décembre 2009, à l'issue du retour et des commentaires des différentes parties prenantes. Les réactions des acteurs de marché ont été nombreuses et parfois virulentes. De sorte que la méthodologie adoptée in fine diffère quelque peu de celle présentée en février dernier. Conséquence du changement de méthodologie : 98 programmes¹³³ voient leurs notations placées en observation (*credit-watch negative*), laissant la possibilité aux émetteurs de modifier leurs critères de financement et de conserver leur notation actuelle. 63 programmes conservent leur notation inchangée –dont une majorité d'obligations sécurisées structurées et de Cédulas espagnoles¹³⁴ et un programme français¹³⁵. A l'issue de la publication des nouveaux

¹³³ Pour un montant de 1 460 milliards d'euros.

¹³⁴ 59 programmes de *Cedulas* espagnoles.

¹³⁵ Le programme d'obligations sécurisées du Crédit Foncier et Communal d'Alsace et de Lorraine –Société de Crédit Foncier.

critères, aucun changement ferme n'a donc encore été acté. Les effets du changement de méthodologie ne sont pas perceptibles dans les matrices de transition.

Des trois agences de notation, Moody's est celle qui a le moins modifié sa méthodologie, alors même que c'est l'une des agences qui a le plus eu tendance à dégrader ses notes sur les derniers trimestres : le constat fait apparaître que les dégradations de notation ont pour l'essentiel eu lieu avant les modifications sur la méthodologie –souvent en octobre 2008– ou plusieurs mois après –en novembre 2009 : dans tous les cas, aucune corrélation directe entre le changement de méthodologie et la dégradation de notations ne peut être clairement établie.

Le même constat peut être fait pour Fitch : les dégradations ont généralement eu lieu à l'issue de la crise et très peu après le changement de méthodologie intervenu le 7 juillet 2009. Toutefois, trois programmes espagnols d'obligations sécurisées ont vu leur notation se dégrader :

- ✓ Caixa d'Estalvis de Catalunya –passé de AA+ à AA (-2 points)
- ✓ Cajamar Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Credito –passé de AAA à AA+ (-1 point)
- ✓ Corealcredit –passé d'AA à AA- (-1 point)

En outre, sur les 101 programmes d'obligations sécurisées notées par Fitch, 79 voient leur facteur de discontinuité se dégrader, sans toutefois que cela vienne dégrader leur notation finale.

Le marché français n'a pas été impacté par ces changements de méthodologie en termes de modifications de notations. Les obligations sécurisées régulées portent en France le nom d'obligations foncières et sont encadrées par le Code monétaire et financier aux articles L515-13 et suivants. Elles sont émises exclusivement par les sociétés de crédit foncier, institutions financières et monétaires *ad hoc*. Les obligations sécurisées structurées ne sont en revanche pas soumises aux dispositions du Code monétaire et financier.

Les sociétés françaises les plus actives

Sociétés de crédit foncier	Encours 2009 (milliards d'euros)	Nombre	Refinancement de titres de dette publique	Refinancement des immobiliers aux particuliers	prêts
BNP Paribas public sector SCF	12	2	Oui	Non	
CIF Euromortgage	19	39	Non	Oui	
Compagnie de Financement Foncier	78	291	Non	Oui	
Dexia Municipal Agency	59	274	Oui	Non	
Société Générale SCF	7,8	15	Oui	Oui	
Sociétés d'émissions sécurisées structurées					
GCE Covered Bonds	27		Non	Oui	
Crédit Mutuel Arkea Covered Bonds	9,7	49	Non	Oui	
Credit Agricole Covered	6,5	5	Non	Oui	
CM-CIC Covered Bonds	8,6	6	Non	Oui	
BNP Paribas Loans Covered Bonds	19,5	18	Non	Oui	
Banques Populaires Covered Bonds	14	15	Non	Oui	
HSBC covered bonds	1,78	3	Non	Oui	

4. La transparence et l'information du marché

4.1 La lisibilité des notations individuelles

Une conséquence de la crise du *subprime* a été la remise en cause de l'unicité des échelles de notation pour les produits structurés et les obligations classiques dans la mesure où leur contenu informationnel diffère fondamentalement. L'existence d'une même échelle de notation a en effet contribué par le passé à favoriser les arbitrages de notation avec des prises de risque excessives de la part des investisseurs au profit des produits structurés. En 2008, l'OICV s'était ainsi prononcée dans son code de conduite pour l'instauration d'une différenciation dans la présentation des notes pour les produits structurés, mesure qui a été reprise dans le règlement européen¹³⁶. Jusque là rétives à une telle mesure, les trois principales agences de notation ont annoncé début 2010 leur intention de se conformer aux exigences réglementaires européennes d'ici septembre 2010 en ajoutant aux notes de produits de financement structuré un symbole (« SF » ou « sf » selon les agences) qui les distingue des notes attribuées à d'autres types de produits. Il convient de noter que les agences ont opté pour une application des dispositions du règlement européen à l'ensemble des produits structurés qu'elles notent au niveau mondial et non aux seules notations entrant dans le champ d'application du règlement européen.

Parallèlement, afin de restaurer la confiance des acteurs du marché à l'égard des financements structurés, les agences se sont attachées à élaborer de nouveaux indicateurs pour permettre au marché de mieux appréhender les caractéristiques et paramètres de performance des instruments titrisés.

L'agence de notation Fitch a lancé en 2009 une nouvelle échelle de notation, la notation sur la perte en cas de défaut (« *Loss Severity Ratings* »), progressivement appliquée à l'ensemble des catégories de produits structurés et dans les différentes zones géographiques¹³⁷. Cette échelle, qui vient en complément de la note de long terme, comprend cinq catégories de notation. Sont concernées à terme non seulement les futures émissions, mais également les tranches déjà émises. Les notes sont attribuées aux tranches dont la notation de long terme est supérieure ou égale à B. Pour les tranches notées en deçà de la catégorie B, sont proposées des notes de recouvrement (« *Recovery Ratings* ») qui se fondent sur une analyse plus approfondie que ne nécessite la notation sur la perte en cas de défaut¹³⁸. Fitch a également étendu l'attribution de perspectives au secteur des produits de financement structuré, effective en Europe depuis 2007, aux Etats-Unis puis en Amérique latine. Fitch a également lancé en 2008 une consultation publique sur l'introduction d'un indicateur mesurant la qualité des actifs sous-jacents indépendamment de la structure même de la transaction (« *Collateral Ratings* ») avant tout conçu pour des *pools* de créances relativement concentrés, mesure qui n'a finalement pas été mise en œuvre, en raison d'un accueil mitigé du marché.

¹³⁶ L'Article 10 (3) du règlement européen dispose en effet que « lorsqu'une agence de notation de crédit émet des notations de crédit concernant des instruments financiers structurés, elle veille à ce que les catégories de notation qui sont attribuées aux instruments financiers structurés soient clairement différenciées en utilisant un symbole supplémentaire qui les distingue de celles utilisées pour d'autres entités, instruments financiers ou obligations financières ».

¹³⁷ « *Criteria for Structured Finance Loss Severity Ratings* », Global Criteria Report, 17 février 2009

¹³⁸ Fitch a d'ailleurs procédé en 2009 à des changements méthodologiques relatifs à l'élaboration des notes de recouvrement (« *Criteria for structured Finance Recovery Ratings* », Global Criteria Report, 17 août 2009). Ces changements visaient notamment à accroître la complémentarité de ces deux indicateurs (« *Loss Severity Ratings* » vs « *Recovery Ratings* » selon le positionnement des instruments dans l'échelle de notation de long terme), mais également à harmoniser la nomenclature de l'échelle de notation pour les produits de financement structuré avec celle appliquée aux entreprises et aux émetteurs publics (Etats et assimilés).

Les agences ont également travaillé à des indicateurs de volatilité des notations, à l'image du « *V score* » proposé par Moody's depuis 2008, mesurant sur une échelle de 1 à 5¹³⁹, pour chaque transaction (et non pour chaque tranche), le degré d'incertitude relatif aux hypothèses et à la modélisation sur lesquels repose la notation. Ce score est une moyenne de notations relatives à quatre composantes, à savoir la qualité des données et la variation tant de la performance historique de produits similaires, que de celle fournies par l'émetteur sur les actifs sous-jacents, la complexité de la structure du produit et sa sensibilité au risque de marché, ainsi qu'une composante permettant de mieux appréhender des paramètres difficilement quantifiables de gouvernance, comme l'existence de conflits d'intérêt potentiels entre les parties, la solidité financière, la réputation des acteurs, ou encore la structure légale de la transaction. A titre d'illustration, un produit pour lesquels la quantité et la qualité des données disponibles permettent d'établir pour le modèle des paramètres fiables aura un V-score faible, tandis qu'un produit dont plusieurs paramètres doivent être estimés sans données chiffrées suffisantes, et sont donc plus susceptibles de modifications, aura un V-score élevé.

Les agences de notation ont également produit de nouveaux indicateurs ou publications visant à permettre aux acteurs du marché de mieux appréhender les caractéristiques et paramètres de performance des notations, notamment dans le secteur des produits de financement structuré. Moody's a ainsi créé en 2008 un nouvel indicateur ("Parameter Sensitivities") qui mesure l'impact d'un changement dans les hypothèses clés du modèle sur la notation initiale des tranches d'une opération de titrisation donnée. Généralement, les hypothèses retenues sont celles dont l'influence sur la note finale est la plus élevée. Il convient de noter que cet indicateur ne capture pas les facteurs qualitatifs intervenant dans le processus de notation, de la même manière qu'il prend uniquement pour référence la notation initiale. Il n'a donc aucune valeur prédictive sur la migration des notes dans le temps, de la même manière qu'il peut différer de la notation courante d'une tranche donnée. Standard & Poor's mentionne désormais dans les rapports de notation des scenarii et hypothèses retenus pour la note et l'impact potentiel sur cette note d'événements imprévus, le but étant d'aider les investisseurs à mieux cerner le profil de risque d'une émission.

En revanche, la multiplicité des relations contractuelles entre les émetteurs et les agences peut nuire à la lisibilité des notations pour l'investisseur, notamment quand la note de l'émetteur diffère de la note de l'émission, voire dans certains cas quand l'émission n'est *a priori* pas notée alors même que l'émetteur fait l'objet d'une notation de long terme de référence. Les agences adoptent en effet des politiques différenciées : de manière très schématique, soit l'émetteur doit demander explicitement une nouvelle notation à chaque nouvelle émission, soit la note de l'émetteur doit être considérée comme la note de référence de l'émission quand celle-ci reste inchangée. Les relations contractuelles entre l'émetteur et l'agence demeurant confidentielles, il est toutefois extrêmement difficile d'obtenir des informations précises sur la politique des agences en la matière. Interrogées sur ce sujet, les agences n'apportent aucune réponse précise, même sous le seau de la confidentialité, sur la politique de notations liée aux nouvelles émissions, voire à des produits faisant l'objet d'une première émission pour un émetteur donné (par exemple, des produits de dette hybride). L'AMF rappelle qu'en tout état de cause, les informations relatives aux notations des emprunts présentées dans les prospectus doivent être en adéquation avec les engagements contractuels qui lient les agences aux émetteurs.

¹³⁹ Volatilité faible ; volatilité faible/moyenne ; volatilité moyenne ; volatilité moyenne/forte ; Forte volatilité.

4.2 La transparence sur les révisions méthodologiques

Depuis l'éclatement de la crise, les agences ont renforcé les échanges avec les acteurs du marché dans le cadre de révisions méthodologiques en recourant de manière plus fréquentes à des appels à commentaires. Il convient de noter que ces appels à commentaires permettent également aux les acteurs de marché d'être informés sur les conséquences possibles des changements envisagés et ainsi de mieux s'y préparer.

Deux agences ont indiqué le faire lors de révisions méthodologiques majeures¹⁴⁰, la troisième agence, Standard & Poor's, le faisant pour sa part de manière systématique. Cette même agence publie également sur son site un état des lieux actualisé des changements méthodologiques en cours, en précisant les objectifs de ces changements, les périodes des consultations publiques, les dates de mise en œuvre des nouvelles méthodologies et une estimation des périodes au cours desquelles les ratings risquent d'être impactées par ces changements.

4.3 Le renforcement des outils de communication

Les trois agences sous revue ont procédé à des refontes de leur site Internet qui, pour certaines d'entre elles, ont contribué à une amélioration indéniable des modalités de navigation et un enrichissement notable du contenu proposé. A titre d'exemple, les sites Internet proposent désormais sur une même page, pour un instrument ou catégorie d'actif donnés, un résumé de ses caractéristiques et performances, un historique des notes, l'accès à la recherche etc. Des pages dédiées sont en outre consacrées aux questions et informations réglementaires qu'elles doivent rendre publiques à l'image, depuis 2009, des données individuelles relatives à 10 % des notes qu'elles produisent¹⁴¹. Les notations, les méthodologies par secteur et classes d'actifs –parfois assorties de publications synthétiques résumant leurs principales caractéristiques-, sont également disponibles gratuitement sur les sites. Ce n'est en revanche pas toujours le cas des études souvent uniquement disponibles pour les abonnés.

A cet égard, il convient de souligner les efforts indéniables réalisés en matière de publications de recherche, quel que soit le segment de marché. Les agences ont ainsi considérablement enrichi leurs études relatives à leur activité de notation et à leurs performances, en termes de fréquence de publication (hebdomadaires, mensuelles, trimestrielles, annuelles), mais également de contenu (fine segmentation par types de produits et zones géographiques, richesse des indicateurs analysés, présentation des méthodologies utilisées). Du fait de l'adoption de méthodologies et de présentations souvent très différentes, toute tentative de comparaison entre les agences demeure toutefois très délicate, voire impossible. A cet égard, l'AMF se félicite de la mise en place prochaine par le CESR d'un registre central qui mettra à disposition du public, à partir des données fournies par les agences, des statistiques sur l'activité de notation des agences, ces données devant être présentées de manière la plus harmonisée possible, afin de permettre leur comparabilité¹⁴².

¹⁴⁰ i.e. par exemple un changement de modèle. A l'inverse, la modification de paramètres ou l'application d'une méthodologie existante à une sous-classe d'actifs ne font pas l'objet de consultations publiques.

¹⁴¹ SEC Rule 17g-2.

¹⁴² L'article 9 du règlement dispose que « les agences de notation communiquent à un registre central, établi auprès du CERVM, des données relatives à leur performance passée, y compris la fréquence de transition des notations, ainsi que des informations relatives aux notations de crédit émises dans le passé et à leurs modifications. Les agences de notation fournissent les informations au registre sous une forme normalisée, comme le prévoit le CERVM. Le CERVM rend ces informations accessibles au public et publie un résumé des principales évolutions constatées chaque année ».

Conclusion partielle

Dans le sillage des actions menées en 2007, de la publication en mai 2008 du code de bonne conduite de l'OICV et compte tenu des évolutions réglementaires, les agences de notation ont pris un certain nombre de mesures visant à améliorer la fiabilité et l'intégrité de leurs notations et ainsi restaurer leur crédibilité.

S'agissant de la prévention et de la gestion des conflits d'intérêts, outre la mise en place par une agence d'un système de rotation des analystes, les agences se sont notamment attachées à consolider l'indépendance de l'activité de notation. Une difficulté persistante réside néanmoins dans le fait que les agences considèrent comme indissociables de l'activité de notation certains services annexes, ce qui peut aboutir en l'absence de strictes séparations, à des situations dans lesquelles l'activité de notation est en conflit d'intérêts avec l'offre de ces services.

Concernant l'amélioration de la fiabilité des notations, les agences se sont attachées à renforcer l'indépendance et les effectifs des équipes dédiées à la validation des méthodologies et à la surveillance des notations. Elles ont également renforcé leurs diligences effectuées auprès des acteurs qui fournissent l'information sous-jacente à la production de notation. Toutefois, la question de l'accès des agences à des données de qualité renvoie plus généralement à la diffusion d'informations à l'ensemble du marché. A cet égard, l'AMF estime indispensable l'amélioration de l'accès des acteurs du marché aux informations sur la structure des opérations de financement structuré et les actifs sous-jacents. Les investisseurs seraient ainsi mieux à même de remplir leurs obligations de diligences et de procéder à leur propre évaluation des risques de façon à ne pas faire reposer leurs décisions de crédit et d'investissement sur la seule opinion des agences de notation. De nouveaux modèles d'évaluation pourraient ainsi se développer, et inciter en retour les agences à accroître la qualité de leur processus de notation. Il convient de souligner qu'une diffusion accrue de l'information pourrait également bénéficier aux agences de notation non retenues par l'émetteur dans le cadre d'une opération de titrisation, contribuant par là-même à l'augmentation de la concurrence dans le secteur et à la diminution du risque de rating shopping. Au-delà du volume d'informations disponibles sur les produits structurés, l'AMF estime également primordial d'en améliorer la qualité et continuera d'insister dans les mois à venir, au sein notamment des différentes instances internationales auxquelles elle participe sur les mesures qui permettraient d'atteindre cet objectif. S'agissant de l'information périodique, dans un souci de donner au marché une information plus appropriée et pertinente sur les caractéristiques de la structure et des actifs, l'AMF estime nécessaire que les émetteurs devraient publier sous une forme standardisée, au-delà des états financiers, des éléments sur actifs sous-jacents (taux d'arriéré de paiements, niveau de remboursement anticipé...) ainsi que des indicateurs financiers propres à ce type de produits. S'agissant de l'information permanente, l'AMF soutient la démarche adoptée par le CESR dans le cadre de la révision en cours de la Directive Marchés d'instruments Financiers (MIF), visant à instaurer une transparence *post-trade* pour les ABS et CDO admis sur la négociation sur un marché réglementé ou un MTF .

Les agences ont également pris des mesures visant à améliorer la transparence et l'information données au marché, à travers l'élaboration de nouveaux indicateurs, le recours à des appels à commentaires lors de révisions méthodologiques, ou encore l'enrichissement des publications de recherche. L'AMF encourage ces initiatives qui contribuent à améliorer la compréhension des caractéristiques et paramètres de performance des notations. Elle relève néanmoins que l'usage de méthodologies de recherche très différentes rend la comparabilité des performances des agences délicate. A cet égard, l'AMF se félicite de la mise en place prochaine par le CESR d'un registre central qui mettra à disposition du public, à partir des données individuelles fournies par les agences, des statistiques sur l'activité de notation des agences, ces données devant être présentées de manière la plus harmonisée possible, afin de permettre leur comparabilité.

CONCLUSION

Rendues en partie responsables des excès et dysfonctionnements apparus lors des crises financières récentes, les agences ont récemment mis en place des règles et des procédures plus spécifiques destinées à prévenir et à gérer les conflits d'intérêts inhérents au modèle émetteur-payeur encore plus marqués dans le cas de produits structurés ainsi qu'à améliorer les méthodes de travail.

En particulier, le caractère soudain et spectaculaire des dégradations de notes par les agences de notation de même que leur retard par rapport à l'évolution des fondamentaux économiques, passage dans les années 2000-2003 de nombreux émetteurs européens en catégorie spéculative, dégradations massives des RMBS lors de la crise du *subprime* en 2007 et, plus récemment, l'impact sur les marchés des dégradations des dettes souveraines de certains pays européens, ont alimenté des doutes sur la robustesse des méthodologies, des modèles et des données utilisés et, *in fine*, sur la fiabilité de la notation en elle-même. La crise du *subprime* a en particulier mis en exergue les défaillances des systèmes de mesure du risque, qui sont au cœur des activités des agences.

Au-delà des réflexions sur l'émergence d'un modèle économique alternatif pour les agences de notation instaurant une plus grande indépendance de leur mode de rémunération par rapport aux entités notées, de nombreuses initiatives ont été prises depuis 2007 afin d'assainir et sécuriser le marché des instruments de transfert de risque de crédit et, plus largement, de restaurer la confiance sur les marchés financiers. S'agissant plus spécifiquement de l'action des régulateurs de marché et des pouvoirs publics vis-à-vis des agences de notation, deux éléments méritent ainsi d'être soulignés :

- en premier lieu, au niveau international, les régulateurs de marché ont poursuivi leur action menée depuis le début des années 2000¹⁴³ dans le cadre de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV), en liaison étroite avec le Forum de stabilité financière. L'OICV a ainsi publié en mai 2008 un code actualisé prenant en compte la responsabilité des agences de notation dans le domaine de la notation des produits structurés. Le code actualisé insiste sur l'amélioration de la qualité du processus de notation, la transparence des méthodologies de notation et des données historiques, la prévention des conflits d'intérêts et notamment du rating shopping. Plus récemment, dans un document publié en mars 2009, l'OICV observait une adoption progressive des principes du code, notamment chez les grandes agences de notation, leur diffusion aux agences de taille moyenne étant plus lente voire absente¹⁴⁴.

- en second lieu, sur un plan plus régional, de profondes évolutions dans le mode de régulation des agences ont été engagées, les actions entreprises visant à renforcer voire créer un dispositif légal pour les agences ou élaborer de nouvelles règles de supervision des agences de notation. Aux Etats-Unis, le *Credit Rating Reform Act* de 2006 a ainsi été renforcé et la SEC a adopté de nouvelles règles dont une partie est effective depuis le 2 juin 2010. Au Japon, une nouvelle régulation est entrée en vigueur en avril 2010 et un nouveau dispositif réglementaire est également en cours d'adoption en Australie. En Europe, le règlement sur les agences de notation de crédit est entré en vigueur le 7 décembre 2009. Ce règlement est à mettre à l'actif de l'Union européenne dans la mise en œuvre des engagements internationaux pris dans le cadre du G20 en matière de régulation financière. Il prévoit pour sa part un changement de paradigme avec le passage d'un système reposant sur l'autorégulation des agences à l'introduction d'une forme effective et coordonnée de

¹⁴³ Voir infra, p.26 et suivantes ; p. 94 et suivantes.

¹⁴⁴ Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, mars 2009

réglementation au plan communautaire. Celle-ci se caractérise notamment par la mise en place d'un dispositif d'enregistrement pour les agences qui souhaitent voir leurs notes utilisées dans l'Union européenne. Il comprend également des dispositions visant à améliorer la qualité du processus de notation et à renforcer les exigences en matière de transparence.

L'AMF continuera d'insister dans les mois à venir sur les mesures à mettre en œuvre qui lui apparaissent indispensables pour garantir à l'avenir la qualité, la transparence et l'intégrité des processus d'analyse de crédit dans les marchés :

- ainsi, l'AMF, qui vient d'être désignée comme autorité compétente de supervision en France des agences de notation de crédit, réaffirme son engagement en faveur d'une surveillance des agences en application du règlement européen mais estime que certaines de ses dispositions pourraient être modifiées pour renforcer le règlement européen et préparer au mieux la transition vers l'AEMF. En particulier, l'AMF est favorable à la réduction des possibilités d'exemption aux dispositions du règlement européen ainsi qu'à une plus grande codécision au sein des collèges des autorités compétentes sur ce sujet. Plus généralement, l'AMF plaide pour une coordination renforcée entre Autorités compétentes nationales sous l'égide du CESR. Elle propose également la publication d'un référentiel CESR/AEMF sur le contrôle interne des agences de notation et le renforcement de l'indépendance du responsable de la conformité. L'AMF est également favorable à un durcissement des règles de notation des analystes, notamment dans le domaine de la notation des instruments financiers structurés ;
- par ailleurs, suite au constat de la trop grande importance accordée par les investisseurs à la notation, l'AMF rappelle que ces derniers ne doivent pas utiliser la notation en substitution de leurs propres diligences et analyse de crédit, surtout lorsqu'elles concernent des produits complexes. Cette question renvoie à celle de l'harmonisation à l'échelle internationale de l'utilisation des notes dans la réglementation, qui a fait l'objet d'un rapport publié par le Joint Forum en juin 2009. De manière générale, l'AMF encourage les initiatives visant à réduire le poids des notations dans la réglementation. Elle estime notamment nécessaire une réflexion sur la place accordée aux notations dans les différents textes européens, dont la directive Capital Requirement Directive et la directive UCITS ;
- l'AMF s'attachera également à renforcer les dispositifs visant à réduire les conflits d'intérêts. En particulier, la diffusion de l'information au marché des décisions des agences de notation devrait faire l'objet de règles précises lorsque celles-ci interviennent pour les émetteurs concernés dans des périodes de publication de résultats ou au moment d'opérations financières. De même l'AMF sera extrêmement attentive à la problématique de la gestion de l'information privilégiée en lien avec la notation et à son articulation avec des exigences réglementaires issues de la directive abus de marché. L'AMF continuera par ailleurs de promouvoir le renforcement de la concurrence dans le secteur par l'arrivée de nouveaux acteurs. S'agissant plus spécifiquement du marché des produits de financement structuré, elle propose que la règle SEC 17 g-5 « anti rating shopping », qui permet aux agences de notation qui le souhaitent d'avoir accès aux mêmes informations que les agences préalablement sélectionnées par l'arrangeur, fasse l'objet d'une transposition adaptée à l'Union européenne ;

- au-delà de l'accès des agences à l'information dans le secteur des produits de financement structurés, l'AMF continuera d'insister dans les mois à venir, au sein notamment des différentes instances internationales auxquelles elle participe, sur les mesures qui permettraient d'améliorer l'information fournie au marché, notamment dans le cadre des révisions en cours des Directives européennes (Prospectus, Transparence, Directive Marchés d'instruments financiers). S'agissant de l'information périodique, l'AMF estime que les émetteurs devraient publier sous une forme standardisée, outre les états financiers, des éléments sur les actifs sous-jacents ainsi que des indicateurs financiers propres à ce type de produits. S'agissant de l'information permanente, l'AMF soutient la démarche adoptée par le CESR dans le cadre de la révision en cours de la MIF, visant à instaurer une transparence *post-trade* pour les ABS et CDO admis sur la négociation sur un marché réglementé ou un MTF, d'autant que celle-ci permettrait de réduire sensiblement les conflits d'intérêts entre les agences et les arrangeurs ;
- l'AMF encourage des initiatives qui contribuent à améliorer la compréhension des caractéristiques et paramètres de performance des notations. C'est pourquoi, elle se félicite de la mise en place prochaine par le CESR d'un registre central qui mettra à disposition du public, à partir des données individuelles fournies par les agences, des statistiques sur l'activité de notation des agences, celles-ci devant être présentées de manière la plus harmonisée possible, afin de permettre leur comparabilité ;
- enfin, l'AMF estime nécessaire d'améliorer la transparence sur l'utilisation des clauses contingentes écrites par référence aux notations d'agences. Elle est ainsi favorable à une plus grande transparence de la part des émetteurs sur la nature des clauses contractuelles susceptibles d'entraîner un remboursement anticipé (non respect de ratios financiers, changement de contrôle...) quand elles sont associées à une notation et sur les conséquences de leur déclenchement en termes de valorisation du risque et des coûts de financement induits. De même, elle estime qu'un effort doit être réalisé par les agences de notation de manière à ce que soient mieux quantifiés les effets potentiellement déstabilisants que ces clauses peuvent engendrer et, le cas échéant, publier des études d'impact du déclenchement de ces clauses, notamment sur la notation de l'émetteur.

Annexe 1 : Typologie des notes de long terme, comparaison entre les agences

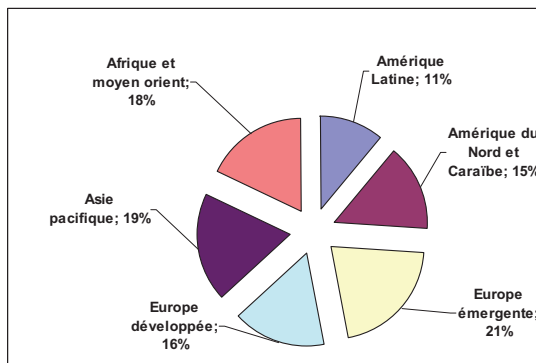
	Catégorie	Cran	Fitch	Moody's	Standard & Poor's
Investissement	1	1	AAA	Aaa	AAA
	2	2	AA+	Aa1	AA+
		3	AA	Aa2	AA
		4	AA-	Aa3	AA-
	3	5	A+	A1	A+
		6	A	A2	A
		7	A-	A3	A-
	4	8	BBB+	Baa1	BBB+
		9	BBB	Baa2	BBB
		5	10	BBB-	Baa3
Spéculative	6	11	BB+	Ba1	BB+
		12	BB	Ba2	BB
		13	BB-	Ba3	BB-
	7	14	B+	B1	B+
		15	B	B2	B
		16	B-	B3	B-
	8	17	CCC+	Caa1	CCC+
		18	CCC	Caa2	CCC
		19	CCC-	Caa3	CCC-
		20	CC	Ca	CC
		21	C D	C	C D

Annexe 2 : Comportement des agences sur le marché des notations souveraines en Europe¹⁴⁵

Depuis le début des années 1990, les Etats ont été confrontés à plusieurs crises de liquidité et de solvabilité : crise au Mexique (1994-1995), crise asiatique (1997-1998), défaut de la Russie en 1998, de l'Argentine en 2001, du Brésil en 2002 et crise islandaise en 2008. L'augmentation récente du risque de crédit en 2008-2009 modifie le périmètre de l'analyse du risque pays et la hiérarchie des pays. Désormais, l'analyse des risques bancaires, *corporate*, du risque de crédit ou encore du risque souverain et politique ne peuvent plus se traiter de manière isolée. Jusqu'ici modérée, l'intensité de leur interaction a fortement augmenté, justifiant une nouvelle analyse du risque pays, notamment pour la zone développée considérée jusqu'alors comme non risquée.

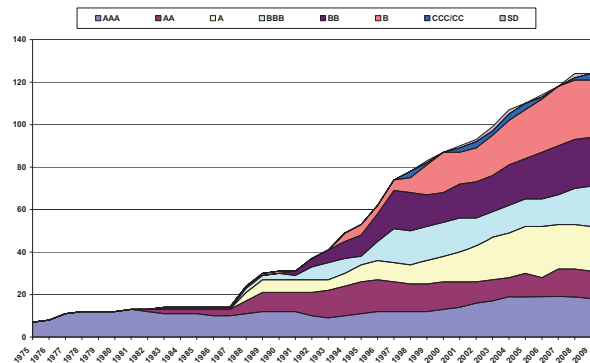
La notation des Etats s'est développée en plusieurs étapes depuis le milieu des années 1980. En 1986, Moody's en décidant de noter des Etats qui n'avaient pas encore émis de titres obligataires en dollars contribue à relancer le nombre d'Etats souverains notés. Le plan Brady a permis à son tour de relancer l'activité souveraine à partir du début des années 90 en contribuant à accroître rapidement la taille du marché obligataire souverain. Enfin, au début des années 2000, les agences Fitch et Standard & Poor's ont accéléré le mouvement en signant des accords avec le département d'Etat américain en vue de noter des Etats africains. Fin 2009, Standard & Poor's notait 124 pays contre 108 pour Moody's et Fitch.

Répartition géographique des notations souveraines fin 2009



Source : Moody's

Evolution des notations souveraines par catégories de notation depuis le début des années 1970



Source : S&P

Régulièrement et de manière annuelle, les agences publient une documentation très complète sur les taux de défaut et plus récemment les tables de transition qui mesurent les changements de notes sur une période donnée (un an, deux ans, etc.). Le tableau suivant présente pour la période 1993-2009, l'évolution des notes souveraines de Standard & Poor's. Il indique qu'une majorité de pays est notée en catégorie investissement (*Investment grade*). Si l'on excepte la crise asiatique, durant laquelle les abaissements de notes avaient été les plus nombreux et les plus massifs, la notation des Etats souverains, notamment européens, est peu volatile comparée aux secteurs *corporate* et de produits structurés. Ainsi, 87,2% des Etats notés dans la catégorie AAA au 1^{er} janvier de l'année n-5 ont vu leur rating inchangé au cours de l'année n. En revanche, 12,8% ont été dégradés en AA. Ce tableau montre également une autre particularité des notations souveraines, à savoir la rareté des retraits de notation.

¹⁴⁵ Achevé de rédiger fin avril 2010.

Matrice de transition à 5 ans des notes souveraines de Standard & Poor's sur la période 1993-2009 (en %)

Sovereign Local-Currency Average Five-Year Transition Rates (1993-2009)										
--Rating five years later (%)--										
Rating as of January	Number	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/CC	SD	NR
AAA	250	87,2	12,8	-	-	-	-	-	-	-
AA	125	9,6	59,2	28,0	3,2	-	-	-	-	-
A	145	-	11,0	72,4	15,2	0,7	0,7	-	-	-
BBB	123	-	-	26,8	44,7	17,9	6,5	0,8	3,3	-
BB	96	-	-	1,0	21,9	44,8	21,9	3,1	7,3	-
B	81	-	-	1,2	7,4	40,7	44,4	2,5	1,2	2,5
CCC/CC	10	-	-	-	10,0	-	50,0	10,0	30,0	-

Source : Standard & Poor's

Note : Les pourcentages en gras représentent les notes qui sont restées inchangées sur une période de 5 ans durant la période 1993-2009. Les pourcentages à gauche traduisant les augmentations, tandis que le pourcentage à droite de la diagonale des dégradations. En outre, la catégorie « NR » représente les retraits de notations.

L'instabilité des notations peut également être appréhendée à travers l'analyse des notes attribuées avant le défaut, ainsi que l'intervalle de temps entre le moment où l'agence estime que le défaut est très probable et celui où il devient effectif. Il apparaît ainsi en particulier que parmi les Etats notés par Standard & Poor's ayant connu un défaut, la quasi-totalité était déjà classée en catégorie spéculative un an avant la survenance du défaut.

Défauts sur les dettes en monnaie étrangère

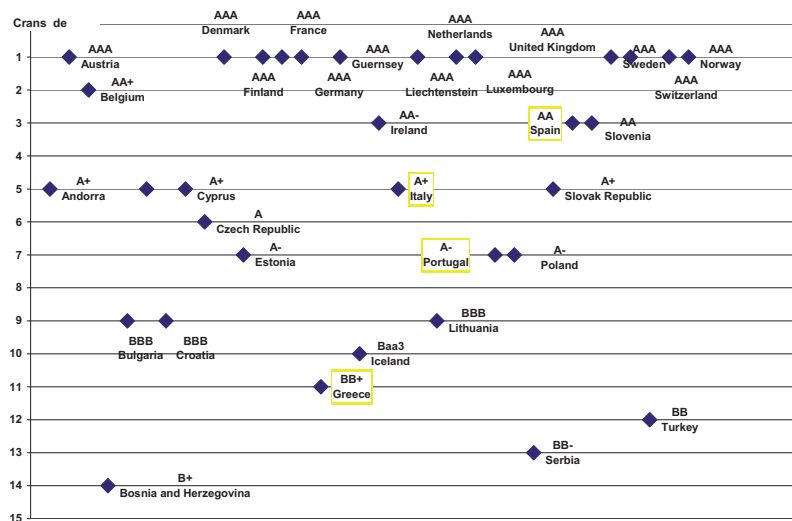
Foreign-Currency Selective Defaults					
Country	Selective default date	Emergence date	Time in selective default	Notation un an avant le défaut	Rating au moment de l'apparition du défaut
Russia	Jan. 27, 1999	Dec. 8, 2000	22 months	BB-	B-
Pakistan	Jan. 29, 1999	Dec. 21, 1999	11 months	B+	B-
Indonesia	March 30, 1999	March 31, 1999	One day	B-	CCC+
Indonesia	April 17, 2000	Oct. 2, 2000	Six months	CCC+	B-
Argentina	Nov. 6, 2001	June 1, 2005	54 months	BB	B-
Indonesia	April 23, 2002	Sept. 5, 2002	Four months	B-	CCC+
Paraguay	Feb. 13, 2003	July 26, 2004	18 months	B	B-
Uruguay	May 16, 2003	June 2, 2003	One month	BB-	B-
Grenada	Dec. 30, 2004	Nov. 18, 2005	11 months	BB-	B-
Venezuela	Jan. 18, 2005	March 3, 2005	One month	B-	B
Dominican Republic	Feb. 1, 2005	June 29, 2005	Five months	CCC	B
Belize	Dec. 7, 2006	Feb. 20, 2007	Three months	CCC-	B
Seychelles	Aug. 7, 2008	-	-	B	-
Ecuador	Dec. 15, 2008	June 15, 2009	Six months	B-	CCC+

Source : Standard & Poor's

En Europe occidentale, sur les 22 pays notés par au moins une des quatre agences sous revue (Fitch, Moody's, S&P et R&I), les trois quarts le sont par les quatre et 85 %, par les trois agences les plus importantes. A l'inverse, seul un pays (Jersey) est noté par une seule agence et quatre (Monaco, Gibraltar, Andorre et Saint-Marin) ne l'étaient plus en mai 2010.

La qualité moyenne de la dette des pays d'Europe occidentale notée est estimée à AA+(Aa1) avec des disparités importantes entre pays et pour sept d'entre eux des divergences de notations de 2 à 4 crans entre les agences ont été observées. Si l'on considère les pays de l'Europe au sens large, 34 pays sont notés avec des divergences entre pays. La moitié d'entre eux est bien notée (entre AAA et Aa), quatre sont notés en catégorie spéculative et trois, classés en bas de la catégorie Investissement, sont sous la menace de passer en catégorie spéculative.

Notations des pays de l'Union européenne à fin avril 2010

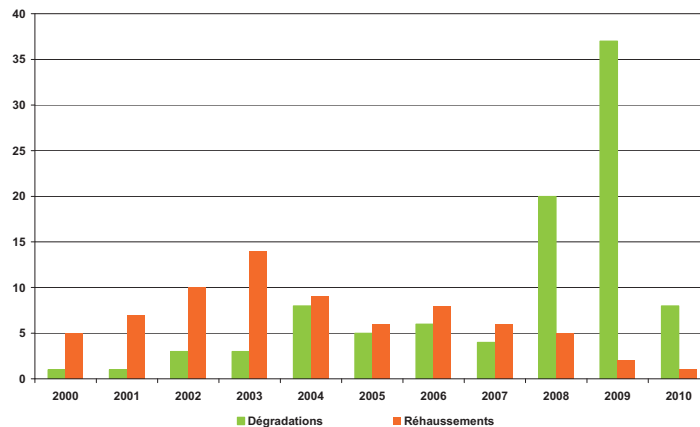


Sources : Bloomberg, calcul AMF

Des dégradations brutales, nombreuses et concentrées dans le temps

Depuis 2000, 19 des 27 pays appartenant à l'Union Européenne ont fait l'objet d'au moins une action de notation par au moins une agence. Au niveau agrégé, les trois principales agences de notation ont procédé à 179¹⁴⁶ actions dont 20% sont des mises sous surveillance. Depuis 2008, les dégradations de notes et mises sous surveillance négatives sont devenues prépondérantes.

Dégradations et rehaussements de notations souveraines des pays appartenant à l'Union européenne toutes agences confondues depuis 2000



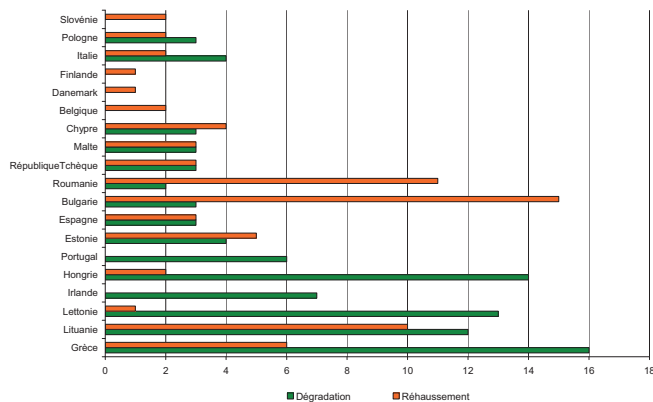
Sources : Bloomberg, calcul AMF

Relativement modérée depuis 2000, la volatilité des notations souveraines s'est sensiblement accrue à partir de la fin 2008 : au cours de cette période, 11 Etats de l'Union Européenne ont connu au moins un changement de notation par au moins une agence dont plus de 90 % à la baisse. Depuis le début de l'année 2008, sur les

¹⁴⁶ Traditionnellement les agences notent également les entités des Etats qui émettent de la dette publique. Ainsi, lorsqu'une agence modifie une notation, ce sont toutes les entités qui sont impactées par ces modifications en plus de celle de l'Etat. Dans le cas de la Grèce par exemple, les entités qui émettent la dette grecque sont au nombre de 4 : les 298 milliards d'euros de dette en circulation (soit 87 emprunts) se répartissent en 267 milliards émis par l'entité « Republic Government Bond Hellenic », 19 milliards par l'entité « Republic Government International Bond » et 8, 5 milliards « Hellenic Republic Treasury Bill ». Nous avons considéré les changements de notations de long terme et de perspectives pour les seules notations des Etats.

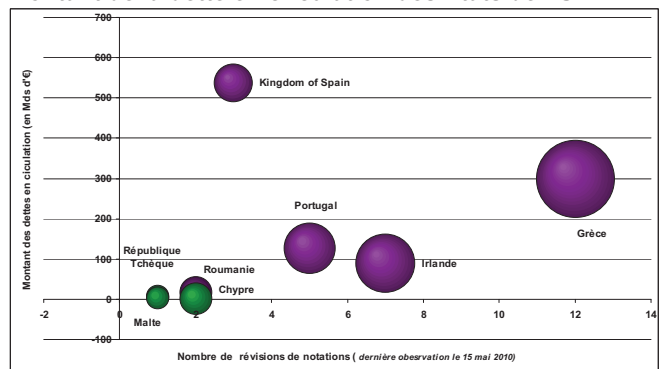
73 révisions de notations, la Lituanie et la Grèce arrivent en tête avec 12 actions (à savoir s'agissant de la Grèce, 6 pour Standard & Poor's et trois respectivement pour Fitch comme pour Moody's), suivies par l'Irlande. L'impact de ces révisions sur le marché peut être appréhendé en rapportant le nombre de révisions de notation au montant de la dette en circulation des Etats. Ces deux critères croisés permettent de distinguer plusieurs groupes d'entités présentant à peu près les mêmes caractéristiques en termes d'impact plus ou moins élevé de la notation sur le marché de la dette souveraine. Au final et depuis le début 2008, les montants de dettes impactés par une révision s'élèvent à 15% de l'ensemble de la dette en circulation des pays membres de l'Union. L'impact est particulièrement important pour des pays comme la Grèce et l'Irlande.

Nombre de révisions de notations de long terme concernant les Etats membres de l'UE depuis 2000



Sources : Bloomberg, calcul AMF

Impact des révisions de long terme depuis 2008 sur le montant de la dette en circulation des Etats de l'UE



Source : Bloomberg, calcul AMF

Note : Les dégradations apparaissent en rouge et les rehaussements en vert.

Comme pour les autres secteurs, les notes souveraines sont assorties d'une perspective. Contrairement à la mise sous surveillance, la perspective est généralement liée à une analyse que réalise l'agence sur les fondamentaux de l'entité notée et ne constitue pas une réaction à un événement. Elles fournissent donc une indication sur la direction des notes à plus long terme. Dans leur grande majorité (85%), les mises en perspectives associées aux notes souveraines sont stables. Les premières mises en perspectives négatives sont apparues très récemment. Leur nombre s'élève à 12 depuis mars 2009 portant sur huit pays dont la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et le Royaume Uni. Dans les trois quarts des cas, la mise en perspective négative a été associée à une dégradation, ce qui signifie une forte probabilité qu'une nouvelle dégradation intervienne à court terme. Ce phénomène a été particulièrement visible en avril 2010 dans le cas de la Grèce, du Royaume Uni et de l'Espagne.

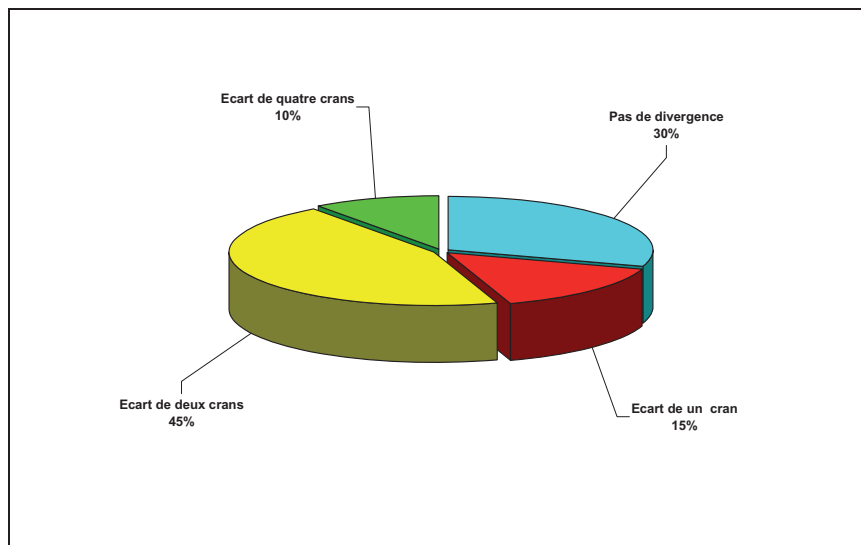
L'information fournie par les mises sous surveillance est encore plus forte puisqu'elles signalent aux investisseurs qu'il existe une forte probabilité de changement de notation à très court terme. Depuis début 2009, neuf pays ont fait l'objet de 22 mises sous surveillance négatives. La majorité d'entre elles ont été suivies d'une dégradation des notations en moyenne 44 jours après¹⁴⁷ et, dans plusieurs cas notamment depuis décembre 2009, la durée de la mise sous surveillance n'aura été que de quelques jours.

Par ailleurs, dans le cas des notes souveraines récemment dégradées, les mêmes Etats peuvent avoir des notes sensiblement différentes d'une agence à l'autre. Ainsi, plus de 70% des Etats dégradés présentaient des divergences de notation (« split rating ») à la mi-mai 2010. Ces écarts en outre ont revêtu une ampleur inédite. Dans une majorité de cas, ils dépassaient 2 crans et, dans deux cas, ils s'élevaient à 4 crans. En conséquence,

¹⁴⁷ Les principaux résultats d'une étude de Moody's (1998)¹⁴⁷ montrent que la durée moyenne du Watch lits est de 108 jours avec une médiane de 91 jours). Par ailleurs 66% des émetteurs sous surveillance négative avaient fini par être dégradés.

certaines pays se voient classés dans des catégories de notation différentes (AAA, AA, A...), un cas extrême étant celui de la Grèce, classée la fois dans la catégorie spéculative et la catégorie investissement. Depuis 2008, il apparaît que les actions de notation de Standard & Poor's ont été les plus nombreuses (36 actions contre 21 pour Fitch et 16 pour Moody's). C'est également l'agence dont l'ampleur des changements a été la plus forte et ce, pour tous les pays, excepté l'Irlande. Ces divergences de notation traduisent une perception différente du risque vraisemblablement liée à des approches et pondérations différentes, notamment le poids des variables institutionnelles et politiques par rapport au poids des facteurs plus économiques. Dans tous les cas elles affaiblissent la lisibilité de la notation, notamment lorsqu'elles sont de grande ampleur.

Ecart maximal entre les notations à fin 2009 (« split rating ») en % des notations des pays dégradés



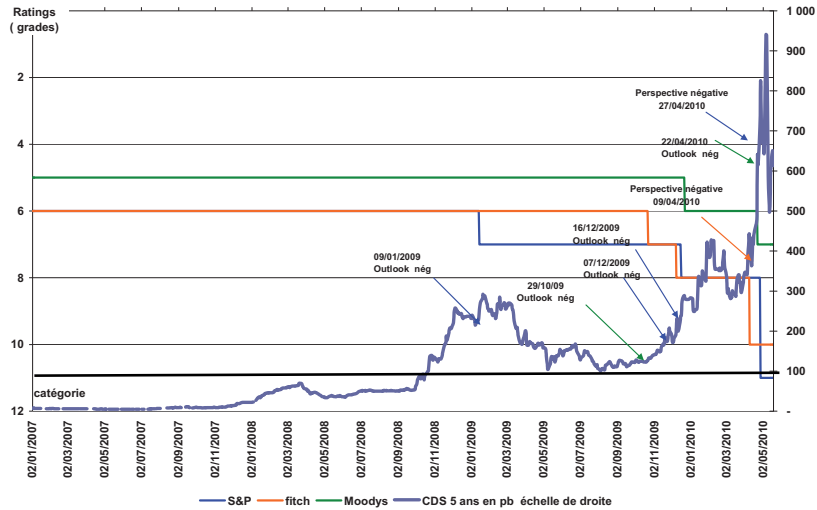
Sources : Bloomberg, calcul AMF

Le processus de dégradation observé depuis la fin 2007 dans le cas de la Grèce présente un certain nombre de caractéristiques communes à d'autres pays ayant connu des expériences similaires, comme le Portugal et l'Espagne :

- la première est la concentration sur une courte période de l'essentiel des dégradations : si les agences avaient déjà procédé à des dégradations courant 2009 (en janvier pour Standard & Poor's et en octobre pour Fitch et Moody's), ce mouvement s'est amplifié à partir de décembre 2009 ;
- l'intensité de ces dégradations (appréhendée par la taille des changements de note) et la forte instabilité des notations (appréhendée par la fréquence de changement des notations) sont également apparues très élevées ;
- si le retournement du marché des CDS grecs à l'automne 2009 apparaît relativement concomitant avec les premières actions des agences de notation, l'explosion des primes de risques observée à partir de la mi-mars précède très nettement la seconde vague de dégradations observée en avril 2010 ;
- enfin et surtout, à partir de cette période, l'action des agences de notation et la perception du marché vis-à-vis de la dette grecque semblent inter-réagir : d'un côté les *spreads* de crédit augmentent du fait de l'anticipation de nouvelles dégradations de la part des agences de notation, de l'autre les agences

dégradent effectivement leurs notes compte tenu de la détérioration des conditions de financement des Etats. On observe ainsi une entrée en résonance entre les marchés et l'action des agences qui a contribué à l'aggravation de la crise en mai 2010. La volatilité des actions de notation des agences et leur pro-cyclicité conduisent à s'interroger sur les révisions des notations (et *in fine* sur les méthodologies qu'elles mettent en œuvre) en période de forte instabilité de marché.

Grèce : CDS 5 ans de la Grèce et rating des agences (crans de notation)



Dernière observation le 14 mai 2010
Source : Bloomberg

Annexe 3 : Principes de notation des obligations sécurisées

Fitch

Le processus de notation de Fitch repose sur trois étapes.

1. En raison du principe de double protection du détenteur d'obligations sécurisées, Fitch croise dans une table la notation de l'émetteur avec un taux de probabilité –nommé *facteur de discontinuité*– qui mesure le risque d'interruption de paiement des échéances des obligations sécurisées en cas d'insolvabilité de l'émetteur. Le *facteur de discontinuité* repose sur quatre éléments pondérés :

Principe	Description	Pondération
Séparation des actifs ¹⁴⁸	Mesure la séparation entre les actifs du panier et les autres actifs. En cas de défaut de l'émetteur, les détenteurs d'obligations sécurisées doivent avoir un accès privilégié sur tout autre créancier au panier de couverture.	45%
Ecart de liquidité entre l'actif et le passif	Mesure l'écart entre les flux de trésorerie générés par le panier de couverture et ceux exigés par les obligations sécurisées. En cas de défaut de l'émetteur, cet écart peut devenir critique et nécessiter la vente des actifs de couverture. Pour cette raison, ce facteur mesure également la liquidité du marché des titres déposés en couverture.	35%
Gestion alternative en cas de faillite	Estime la qualité des dispositions contractuelles ou législatives prévues en cas de faillite l'émetteur pour assurer la continuité de la gestion des obligations sécurisées par un gestionnaire provisoire, avec des pouvoirs étendus –permettant notamment de liquider le panier de couverture au besoin.	15%
Action des autorités de régulation	Mesure la qualité des dispositions légales prises par le régulateur pour encadrer les émissions d'obligations sécurisées.	5%

Le résultat de cette étape est une note qui est la notation maximale que pourra prétendre obtenir l'obligation sécurisée.

2. Vient ensuite l'analyse du collatéral qui consiste en une succession de test de stress, afin de vérifier si, en cas de défaut de l'émetteur, le collatéral permet de répondre aux risques de taux d'intérêt, de taux de change, de crédit et d'écart de maturité entre l'actif et le passif. Ces tests sont réalisés de manière itérative, en commençant par la meilleure notation possible (celle définie dans l'étape 2). Si le test est réussi, que la sur-collatéralisation permet de garantir le versement des flux de trésorerie, la notation reste alors celle de l'étape 1 et le test s'arrête ici. En cas d'échec, la note est dégradée d'un point et un second test est reconduit sur la base d'hypothèses plus faibles. Ce processus itératif est répété jusqu'au succès du test, ou jusqu'à ce qu'on arrive à la notation de l'émetteur. A l'issue de cette étape, on obtient une note comprise entre la note maximale définie à l'étape et la note de l'émetteur.
3. Enfin, Fitch calcule, dans l'hypothèse d'une faillite de l'émetteur, le taux de l'encours d'obligations sécurisées qui pourra être remboursé grâce au panier de couverture. Ce taux –entre 0 et 100%– détermine le nombre de points –entre -3 et +3– à ôter ou à ajouter à la notation établie à l'étape.

¹⁴⁸ Asset segregation

Standard & Poor's

Le processus actuel de notation de Standard & Poor's reposait jusqu'au 16 décembre 2009 sur quatre principes :

1. L'analyse du cadre légal qui permet d'estimer si, en cas de défaut de l'émetteur, les échéances des obligations sécurisées continueront à être honorées dans les délais. Ce critère était similaire à celui utilisé par Fitch pour savoir si la possibilité d'une gestion alternative des obligations sécurisées était prévue en cas de faillite de l'émetteur et vérifier s'il existait une séparation entre le panier de couverture et les autres actifs du bilan, offrant aux investisseurs un accès privilégié au panier en cas de défaut de l'émetteur.
2. La qualité et la structure du collatéral. Cette analyse reposait sur des tests de stress afin d'estimer la probabilité de risque de crédit du collatéral et les pertes attendues le cas échéant.
3. L'analyse de l'impact sur les flux de trésorerie de l'écart de maturité, du risque de crédit, de taux d'intérêt.
4. La nature des engagements pris par les émetteurs, notamment en termes de sur-collatéralisation. Standard & Poor's regardait –entre autres– si ces engagements revêtaient un caractère légal.

Moody's

Le processus actuel de notation de Moody's repose sur cinq indicateurs :

- Le rôle de l'émetteur. Le modèle de Moody's estime la probabilité de défaut de l'émetteur sur la base de la notation de sa dette senior non sécurisée. La qualité de l'émetteur est prépondérante dans la notation de Moody's, car au-delà de la garantie qu'apporte l'émetteur, il joue un rôle primordial dans la gestion dynamique de l'actif et donc dans la qualité de celui-ci. La notation minimale d'une obligation sécurisée est égale à la note de la dette senior non sécurisée de l'émetteur.
- La qualité du crédit du panier de couverture, qui mesure la dégradation de la qualité de l'actif au collatéral. Celui-ci dépend essentiellement du risque de défaut de l'émetteur de ces actifs.
- Le refinancement du panier de couverture. En cas de défaut de l'émetteur, du fait d'un écart entre l'amortissement de l'actif et celui du passif, une part du panier devra être vendue pour refinancer les obligations sécurisées. Cet indicateur mesure le prix de refinancement du collatéral. Trois éléments sont pris en compte pour déterminer le risque de refinancement :
 - La marge de refinancement nécessaire¹⁴⁹ ;
 - La taille du collatéral nécessaire pour rembourser entièrement les obligations sécurisées qui arrivent à leur échéance normale ;
 - La maturité résiduelle du panier de couverture au moment du refinancement.
- Les risques de marché. Les risques de taux d'intérêt et de taux de change sont mesurés sur la base du niveau et de la durée d'exposition à ces risques. Le risque de taux de change est plus faible que celui de taux d'intérêt.
- L'indicateur de paiement en temps. Cet indicateur estime le délai de paiement de l'intérêt et du capital après la faillite de l'émetteur. Cet indicateur détermine la note maximale que peut prétendre un programme d'obligations sécurisées.

¹⁴⁹ La marge de refinancement est variable selon le type d'actifs : elle peut être nulle pour les actifs qui peuvent être mis en pension, mais proche, par exemple, de 130 points de base pour des crédits hypothécaires commerciaux de maturité égale à 5 ans.

Principes de notation des obligations sécurisées par les agences de notation : Modifications récentes

Les modifications apportées par les agences de notation sont variables et vont d'une simple modification des critères de pondération, à l'instar de Fitch et Moody's, à une proposition de refonte de la méthodologie par Standard & Poor's.

Fitch

Depuis le 7 juillet 2009, Fitch a augmenté le poids du risque de liquidité que l'on trouve dans le facteur de discontinuité. Celui-ci passe de 30 à 35%¹⁵⁰

En outre, Fitch a augmenté les marges de refinancement et le haircut des actifs de couverture dans ses modèles de stress-test, renforçant les besoins en collatéral.

Fitch a proposé, en outre de modifier la méthode d'estimation du risque de contrepartie. Lorsque le risque de taux –de change ou d'intérêt– qui pèse sur les actifs du panier est couvert par un accord de swap, il persiste un risque de défaut de la contrepartie signataire de l'accord de swap.

Standard & Poor's

Standard & Poor's a fondamentalement modifié sa méthodologie le 16 décembre 2009, après une longue période de discussions (*Request for comments*) entamée le 4 février 2009 avec les professionnels du secteur.

La méthodologie adoptée diffère *in fine* fortement de celle proposée initialement. Elle repose sur 5 étapes :

1. On estime le risque d'écart entre l'actif et le passif pour un programme en déroulant les flux de trésorerie de l'actif et celui du passif et en regardant les moments d'apparition d'un *mismatch*. Cette analyse, à la suite des commentaires des participants tient compte du moment où apparaît l'écart d'actif-passif : au bout d'un an, deux ans, dix ans, etc.
2. On estime la capacité d'un programme à accéder à la liquidité ou à vendre des actifs pour pallier tout écart de liquidité après la faillite de la banque émettrice. Les émetteurs sont scindés en trois catégories dans lesquelles on trouve les différents cadres légaux (France, Danemark, Allemagne...)
3. On croise le classement obtenu à l'étape 1 avec la catégorie obtenue à l'étape 2 et on obtient ainsi le nombre de crans maximal que pourra obtenir le programme au-delà de la notation de l'émetteur.
4. Cette étape consiste à analyser les flux de trésorerie et à déterminer les écarts périodiques d'actif-passif
5. On calcule le sur-collatéral nécessaire pour atteindre la notation maximale.
6. On compare le sur-collatéral nécessaire calculé à l'étape précédente avec le sur-collatéral réellement disponible.

Moody's

Le 08 avril 2009, Moody's augmente les marges de refinancement qui servent à calculer l'écart de maturité entre l'actif et le passif. Moody's est, des trois agences de notation, celle dont les changements dans la méthodologie sont les plus faibles.

¹⁵⁰ Pour compenser cette augmentation, le facteur de séparation des actifs voit sa pondération passer 50 à 45%.