



Eidgenössische Bankenkommission
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

Projet

Circulaire agences de notation

Explications de la Commission fédérale des banques concernant la circulaire agences de notation

Juillet 2006



Table des matières

1	Résumé	3
2	Introduction	4
2.1	La procédure de notation de crédit.....	4
2.2	Les prestataires de notation de crédit (agences de notation)	8
2.2.1	Notation d'emprunteurs issus de la sphère publique	9
2.2.2	Notation d'emprunteurs issus de la sphère privée	9
2.2.3	Notation de produits financiers élaborés de crédit („structured finance“)	10
2.3	L'agrément de prestataires à des fins prudentielles	10
2.4	Critères d'éligibilité.....	12
2.5	Eligibilité des prestataires sur le marché	13
2.6	Les tâches de la Commission fédérale des banques	14
2.6.1	Listes de prestataires agréés	15
2.6.2	Tables de correspondance.....	15
3	Principes directeurs pour la reconnaissance des agences de notation de crédit à des fins prudentielles en Suisse	15
3.1	Compatibilité européenne et internationale	16
3.2	Pragmatisme.....	16
3.3	Actes de candidature adressés à la CFB	16
3.4	Absence de reconnaissance automatique.....	17
3.5	Reconnaissance par segments de marché	17
3.6	La reconnaissance n'est pas assortie d'une activité de surveillance	17
3.7	La procédure de reconnaissance est conçue dans l'esprit d'éviter toutes « barrières à l'entrée »	18
3.8	Prise en compte du « degré de pénétration » du marché	18
4	Procédure et dispositions légales	18
5	Résultats et impact	19
6	Références bibliographiques	21



1 Résumé

La circulaire « Agences de notation » règle les détails de la reconnaissance à des fins prudentielles des instituts de notation de crédit externes, telle qu'elle est stipulée dans l'article 52 de l'ordonnance sur les fonds propres et la répartition des risques des banques et des négociants en valeurs mobilières (Ordonnance sur les fonds propres, OFR). Elle a pour objet de préciser les conditions sous lesquelles la CFB reconnaîtra certains prestataires de notation de crédit à des fins prudentielles. Elle règle aussi la question de la reconnaissance d'agences de notation dans le contexte réglementaire des fonds de placements.

Avant que de discuter les modalités de reconnaissance de prestataires de notes de crédit, la notion de « note de crédit » (rating) est examinée. Plus précisément, on rappelle succinctement les ingrédients entrant dans la conception d'une note de crédit (en prenant le modèle des grandes agences internationales), les usages de cette dernière et la terminologie propre à ce domaine. Ces informations sont essentielles pour bien saisir le sens des conditions énoncées dans la circulaire. Celles-ci sont destinées à donner les grandes lignes suivant lesquelles l'appréciation de la qualité des prestations d'un organisme de notation sera effectuée. Un bref survol du marché de la notation de crédit en Suisse est donné, de ces acteurs et de leurs spécificités. Finalement, une discussion des résultats et impacts de cette circulaire pour la place financière suisse est menée.

Les prestataires de notation de crédit (agences) intéressés à l'obtention d'une reconnaissance adresseront une lettre d'intention de candidature au secrétariat de la commission fédérale des banques dès août 2006. Ils y préciseront les segments de marché pour lesquels ils postulent. Les décisions de reconnaissance seront délivrées vers la fin 2006.



2 Introduction

Les banques et les négociants en valeurs mobilières doivent constituer des fonds propres dans le cadre de la prise en compte du risque de crédit. Le nouvel accord de Bâle II sur les exigences de fonds propres prévoit un menu d'approches pour le calcul de ces derniers.¹ Ce menu comporte deux grandes orientations à savoir l'approche standard et l'approche par notation interne.

Dans l'**approche standard**² (SA), les prescriptions pour la pondération des risques liés à la solvabilité sont préétablies et reposent sur l'emploi de mesures du risque de solvabilité externes à la banque. L'**approche fondée « sur les notations internes »** (IRB) met quant à elle à profit l'usage de modèles idiosyncratiques de mesure des risques liés à la solvabilité. Ces modèles sont élaborés de manière interne par les banques et requièrent un degré certain de sophistication dans la modélisation du risque de crédit.

La mesure de la solvabilité dans le cadre de l'approche standard de détermination des fonds propres de Bâle II est donc dans les faits effectuée par des **agences de notation de crédit** externes à la banque qui les utilise. Dans le cadre de l'évaluation des risques de contrepartie afférant à la titrisation et à la finance de crédit structurée, les deux approches préconisent le recours à des notes de crédit délivrées par des agences de notation externes aux parties en présence. Ainsi dans le cadre de l'accord sur les exigences de fonds propres de Bâle II, les agences de notation de crédit sont appelés à jouer un **rôle prudentiel**³ **non négligeable**.

2.1 La procédure de notation de crédit

La note de crédit est un outil synthétique (et puissant) pour apprécier en un clin d'œil la capacité d'un émetteur de crédit à honorer ses contrats. Au jour d'aujourd'hui les acteurs financiers, ayant une certaine sophistication dans leur « relation de crédit » au marché financier, arborent de plus en plus fréquemment leur note de crédit d'une grande agence comme un sceau de qualité.

Une note de crédit, en mots simples, ce n'est ni plus ni moins qu'un **avis informé** ou bien une **opinion autorisée** sur la qualité de « signature » d'un émetteur de crédit.⁴ La note de crédit est le résultat du travail de certains organismes spécialisés qui **produi-**

¹ Pour une introduction à cet accord, consulter, par exemple, le rapport de « Mise en application en Suisse de Bâle II: Explications de la Commission fédérale des banques » de la CFB http://www.ebk.ch/f/archiv/2005/20050930/050930_03_f.pdf.

² Nous entendons ici ce mot dans son acception large, à savoir l'approche standard suisse AS-CH et l'approche standard internationale AS-BRI, c.f. pages 19, 21 du fascicule « Bâle II, Mise en œuvre en Suisse ». http://www.ebk.ch/f/archiv/2005/20050930/050930_03_f.pdf

³ Prudentiel — Relatif aux règles de gestion fondées sur la prudence et imposées à certains secteurs d'activité, pour protéger l'intérêt du public, notamment dans le secteur bancaire et celui des assurances. Exemple : Les règles prudentielles obligent à conserver certaines provisions.

⁴ Nous employons ici le mot « émetteur de crédit » plutôt que celui d'« emprunteur » par raison de commodité et parce qu'il est moins connoté. Le prêteur dans cette terminologie sera alors un acquéreur de crédit.



sent et publient de manière régulière des évaluations relatives à la solvabilité⁵ d'un émetteur (ou des émissions de crédit d'un acteur financier). La communication de cette évaluation se fait usuellement par le biais d'une note : c'est la **note (ou notation ou cote – ce dernier terme étant utilisé au Canada) de crédit** ou « credit rating » en anglais. Cette note est diffusée le plus souvent par le biais d'un caractère alphanumérique (A, A+, B, C, D), elle peut cependant aussi l'être par le biais d'un symbole sans signification particulière (par exemple @, ☺) ou enfin parfois aussi d'un chiffre (1,2,3,4,5,6,7) auquel on enlèverait au préalable sa signification « numérique ».

Le choix d'un symbole ou d'un caractère alphanumérique n'est pas le fait du hasard. Il exprime que l'échelle choisie pour exprimer les notes de crédit ne sert que comme **outil de classement**. L'échelle permet de comparer entre elles les notes de crédit en les classant qualitativement de la « meilleure » à la « moins bonne ». Cette classification n'a de sens que relativement à l'échelle retenue. C'est pourquoi on parle du caractère ordinal d'une échelle de notation. Par conséquent, l'organisme qui délivre les notes doit toujours fournir la grille de lecture de la note de crédit. L'échelle permet donc d'ordonner les émetteurs ou les émissions de crédit d'un acteur financier. Pourtant la distance entre deux notes n'a pas forcément la même signification suivant la position que ces notes ont dans l'échelle. C'est surtout vrai des notes de crédit établies suivant une méthode essentiellement qualitative comme le sont les notes des grandes agences de notation internationales.⁶ Ainsi la détérioration de la solvabilité correspondant à l'intervalle entre deux notes dans une portion de l'échelle Fitch Ratings, par exemple, AAA et AA+, ne correspond pas forcément à celle correspondant à l'intervalle entre deux notes dans une autre portion de l'échelle, CCC et CC+. C'est encore plus vrai a fortiori entre des notes de crédit faisant référence à deux échelles de notation différentes, conçues par des organismes de notation de crédit différents mais pouvant employer les mêmes symboles.⁷ Ces notes ne sont pas comparables sans un travail d'analyse préliminaire qui conduit à construire une **table de correspondance** qui assigne la note « X » du prestataire « A » à la note « Y » du prestataire « B ». Le travail d'analyse sous-tendant la construction de la **correspondance** (aussi appelé « **mapping** » dans le texte de Bâle II) implique par exemple de construire une statistique des réalisations de défaut par classe de notes pour une échelle et pour l'autre, mais il peut également être fondé sur d'autres méthodes.

Pour bien comprendre la signification d'une note de crédit, il faut aussi bien comprendre de quelle façon elle mesure la solvabilité (ou l'insolvabilité) de l'émetteur du crédit. Une première manière de mesurer la solvabilité consiste à s'intéresser à la probabilité de défaut (« Probability of Default », PD) ou la probabilité de faillite. Dans ce contexte, il s'agit d'estimer avec quelle vraisemblance une contrepartie sera en mesure d'honorer

⁵ Nous employons à dessein ici ce mot sans plus de précisions. Nous reviendrons sur ce point plus loin.

⁶ Pour les notes établies à l'aide d'un modèle quantitatif (modèle de score, d'analyse discriminante ou modèles multinomiques), ceci n'est pas aussi vrai, car le modélisateur peut définir une échelle avec intervalles équidistants.

⁷ Les agences de notation internationales Fitch Ratings et Standard and Poor's utilisent les mêmes symboles et la même échelle de note, John Fitch ayant vendu son « échelle » mise au point en 1922 à Standard and Poor's dans les années soixante (voir Reder, 2004). Les symboles de l'échelle Fitch-S&P sont tellement « connus et célèbres » que beaucoup de nouvelles agences les adoptent spontanément lorsqu'elles construisent leur propre échelle. Il faut cependant souligner que l'adoption des symboles ne signifie pas l'adoption des mêmes conventions sous-tendant la production de notes.



son contrat de crédit. Si la réponse donnée est « à 90% » (c'est-à-dire dans 90% des cas elle l'honore et dans 10% des cas elle ne l'honore pas : à savoir un émetteur « investment grade »), ou bien si elle est « à 20% » (c'est-à-dire dans 20% des cas elle l'honore et dans 80% des cas elle ne l'honore pas : à savoir un émetteur « speculative grade »), les décisions et les conditions d'octroi du crédit pourront être bien différentes.

Il y a encore plusieurs manières de définir la notion de **défaut** (ou de **défaillance**). Certaines agences considéreront la cessation totale de paiements comme indicateur du défaut, d'autres le dépassement de certains délais préfixés dans les paiements, d'autres encore les difficultés financières nécessitant une renégociation, enfin d'autres encore pourraient considérer la liquidation. Chaque choix d'une définition conditionne et produit un jugement différent de la « solvabilité » d'un même émetteur. Certains acteurs financiers s'intéressent plus au fait de pouvoir disposer d'une estimation du montant de la **perte financière** (« perte attendue ») qu'ils pourraient subir en cas de défaut qu'à avoir une estimation de la probabilité de défaut. Certaines agences de notation, ayant compris cet intérêt, vont intégrer un ensemble d'éléments additionnels à leur évaluation du risque de faillite inhérent à l'octroi d'un prêt. En particulier, elles pourront par exemple prendre en compte le fait que tous les créiteurs (acquéreurs de crédit) peuvent ne pas être égaux en cas de défaillance (du point de vue du règlement et de la liquidation), ou que la récupération d'une partie de la mise peut être différente selon que la somme engagée est plus ou moins grande. La modélisation de ces aspects fait largement appel à une connaissance fine des lois et à la jurisprudence propre à chaque pays. Ce dernier concept de solvabilité est assez différent du précédent.

Le choix du concept de défaillance n'est pas suffisant. Il faut lui rajouter celui d'horizon temporel. Une note de crédit ne peut en effet être donnée sans préciser un horizon temporel. On sait que toute entreprise peut faire faillite un jour. Toute la question de l'évaluation de crédit est : quand ? C'est pourquoi, il y a souvent un aspect d'anticipation implicite dans la constitution d'une note de crédit. Cet aspect d'anticipation est lié au choix d'un **horizon temporel** qui permet de déterminer une palette de scénarii raisonnables pour l'évolution des variables d'intérêt. C'est un exercice délicat voire difficile. Il n'est pas simple en effet de faire des anticipations à court terme ou de faire des anticipations à long terme. Il est possible pourtant qu'il soit un peu plus facile de prévoir une faillite sur le court terme que sur le long terme car le risque de crédit est croissant avec le temps. Les agences de notation sérieuses délivrent aussi bien des notes de crédit de court terme que des notes de crédit de long terme. Et dans la mesure où la prévision de court terme fait appel à un éventail moins large d'évolution des variables d'intérêt, les échelles de notes de court terme contiennent moins de *pas* que celles de long terme.

Moody's (source)	Note dites « prime » capacité à rembourser pour des instruments de crédit de court terme (< 13 mois)			
Note	P-1	P-2	P-3	NP

Entre les notes de court et de long terme, les agences proposent encore un instrument important : les **taux de transition réalisés** (dans la terminologie des agences on parle

de **matrices de migration historiques**) entre classes de notes de long terme. Les taux de transition réalisés sont les pourcentages suivant lesquels, au coup suivant, l'entreprise conserve sa note de crédit à long terme ou bien migre ou transite vers une note à long terme soit inférieure ou supérieure ou bien fait défaut. Pour ce faire, les agences de notations calculent le pourcentage d'émetteurs notés ayant conservé la même note et les pourcentages de ceux qui en ont obtenu une autre pour chaque classe. Ces matrices de migration historiques permettent de se donner une idée des probabilités de transition. Elles sont un ingrédient important dans l'évaluation (par des méthodes statistiques)⁸ du prix des dérivés de crédit.

	Note finale (D représente le défaut)							
Note initiale	AAA	AA	A	BBB	BB	B	C	D
AAA	93.57	5.84	0.47	0.08	0.04	0	0	0
AA	0.6	91.79	6.77	0.63	0.07	0.09	0.03	0.01
A	0.07	2.14	91.8	5.21	0.48	0.18	0.05	0.06
BBB	0.04	0.26	4.78	89.26	4.49	0.72	0.17	0.29
BB	0.03	0.08	0.47	6.67	82.57	8.01	0.89	1.28
B	0	0.1	0.28	0.35	5.33	83.14	4.18	6.61
CCC	0.14	0	0.29	0.86	1.86	9.89	58.2	28.8

Table 1 : Exemple de matrice de transition à horizon d'un an (en pourcentage) pour les USA (toutes industries confondues), 1981-2001, source : Standard and Poor's (CreditPro).

On remarquera, par exemple, que pour une entreprise notée CCC le pourcentage de chance d'être en défaut demain (à partir des données réalisées dans le passé) est de 28.8 % tandis qu'il n'est que de 0.06% pour une entreprise notée A. De même, on notera que la persistance des notes est importante, mais varie en fonction du niveau absolu de qualité (note) de l'émetteur.

Les notes de crédit sont le résultat d'une analyse assemblant un ensemble d'ingrédients. Cette analyse peut être fondée sur l'utilisation d'un modèle quantitatif ou non, mais elle fait toujours intervenir une « méthode » qui doit être « intelligible » et employée de manière cohérente au cours du temps, ne serait-ce que par simple souci de comparabilité interne. Il ne peut être question de « noter à la tête du client » ou de changer de critères une fois sur l'autre. La notation de crédit repose aussi sur l'utilisation de données publiques, de nature quantitative (bilans financiers, chiffre d'affaires, etc.) et qualitative (existence d'un plan de développement, structure du ma-

⁸ Il existe des méthodes d'évaluation du prix non statistiques ; elles procèdent par arbitrage.



nagement etc.) et de données à caractère confidentiel éventuellement. Parfois enfin (c'est le cas des notes de crédit délivrées par les grandes agences internationales), l'élaboration de la note incorpore la prise en compte de scénarii concernant l'évolution future de l'environnement économique ou financier auquel l'émetteur sera confronté ou dans lequel se fera l'émission. Ceci est destiné à atténuer l'effet sur l'évaluation de la solvabilité d'un émetteur de la conjoncture économique. Ce qui sous-tend ce choix, à tort ou à raison, c'est l'idée selon laquelle les évaluations de la solvabilité indépendantes du cycle d'activité économique (« **through the cycle** » **credit rating**) sont moins volatiles et plus en rapport avec les fondamentaux de l'émetteur ou des caractéristiques de l'émission.

L'évaluation de la solvabilité (quel que soit le concept de solvabilité sous-jacent choisi) est toujours élaborée sur la base de données publiques. Ces données peuvent être cependant discutées activement avec l'émetteur concerné, voire complétées par ce dernier le cas échéant. Cette distinction n'est pas sans importance dans le débat public concernant les notes de crédit. Du point de vue strictement sémantique, l'usage est de dire que l'évaluation est « sollicitée » lorsque la demande de notation est initiée par l'émetteur. Il faut cependant souligner que cet usage est largement lié à la dominance du modèle d'organisation et de production de notes de crédit des grandes agences de notation internationales. Dans ce contexte toujours, il est d'usage de dire que la notation est « non sollicitée » lorsque la demande n'est pas initiée par l'émetteur, ou qu'il n'y a pas d'interactions entre l'organisme évaluateur et l'émetteur ou encore que l'évaluation est initiée par l'agence de notation.⁹ Plus l'émetteur « communique bien », plus l'« information publique » est transparente, plus la note sollicitée et la note non sollicitée devraient être proches.¹⁰ Ce résultat est tout à fait compréhensible une fois analysé dans le contexte de la « théorie économique de l'information ». Une note de crédit est une opinion informée. Elle a un sens dans un marché où précisément l'information est imparfaite et où il est difficile de reconnaître le bon grain de l'ivraie. Dans un marché où l'information est parfaite, une note serait superflue en théorie, car tous les acteurs pourraient établir le même diagnostic sur la base de l'information disponible.

Une notation de crédit peut représenter l'évaluation de la qualité d'un emprunteur (pays, société, banque, collectivité publique, assurance) dans son intégralité et alors il s'agit d'une note dite d'« **émetteur** » de crédit ou notation de « **référence** ». Elle peut aussi porter uniquement sur une **émission particulière** de titres obligataires d'un emprunteur, sur une catégorie de dette financière structurée ou sur un véhicule de titrisation ; il s'agit d'une note d'« **instrument** » de crédit.

2.2 Les prestataires de notation de crédit (agences de notation)

La palette des prestataires de notation de crédit varie en fonction de la catégorie de risques de crédit considérée.

⁹ La négation de la proposition la « notation est sollicitée » donne lieu à trois possibilités indiquées ci-dessus. Le lecteur intéressé se référera aux documents IOSCO (2004) mesure 3.9 et CESR (2005) points 72-81, pages 19-20 qui précisent ces notions.

¹⁰ C'est le résultat trouvé par différents chercheurs analysant le marché japonais, voir Poon (2003), Byoun and Shin (2003), Van Roy (2006).



2.2.1 Notation d'emprunteurs issus de la sphère publique

Ce domaine comprend les types d'emprunteurs suivants: pays, communautés et collectivités locales, ainsi que certaines entreprises publiques. Les prestataires du marché sont : les agences de crédit à l'exportation qui proposent de la notation d'émetteur uniquement ; les agences de notation qui proposent de la notation d'émetteur comme de la notation d'instrument relative à des émissions particulières. Enfin certaines banques publient des notations d'émetteur ou d'instrument, mais le plus souvent dans le but d'informer les investisseurs. Elles se livrent rarement à des évaluations sollicitées par l'émetteur.

L'agence de crédit à l'exportation suisse s'appelle l'ASRE (anciennement GRE)¹¹ et dans son activité de détermination des primes de risques à l'exportation, elle procède à une évaluation du risque de solvabilité des pays du globe. Les agences internationales comme Fitch Rating, Moody's et Standard and Poor's proposent, en Suisse comme ailleurs, des notations d'émetteur et d'instruments pour des collectivités locales suisses; les agences de notation suisses, Comrating AG et Fedafin, Federalism and Finance AG, proposent également de la notation de villes, de communes et de cantons. Enfin deux banques indigènes, le Crédit Suisse et la Banque cantonale de Zurich,¹² publient également des notations d'émetteur et/ou d'instrument relatives à des collectivités publiques suisses.

2.2.2 Notation d'emprunteurs issus de la sphère privée

Ce domaine comprend les types d'emprunteurs suivants: entreprises, banques, assurances. Les prestataires sont d'une part, les agences de notations et d'autre part certains organismes de crédit. Les agences internationales sont très présentes sur ce marché. Elles couvrent en général la demande de notation d'émetteur et d'instrument, mais majoritairement pour des emprunteurs faisant appel au marché des capitaux internationaux pour se financer. Certaines sont spécialisées sur certains secteurs pointus (A.M. Best pour le secteur de l'assurance), tandis que la plupart sont généralistes. Un certain nombre de prestataires plus petits existe et propose de la notation d'émetteur à des petites et moyennes entreprises locales. En Suisse par exemple, l'organisme Creditreform propose depuis longtemps à ses membres une évaluation de crédit sous la forme d'un indice de solvabilité, elle propose également un service de notation plus classique par le biais de son agence de notation située en Allemagne. La Coface, une agence française de garantie de risques à l'exportation, ayant été privatisée, a développé une activité additionnelle de notation également destinée aux petites et moyennes entreprises. Les deux banques suisses précitées publient également des notations

¹¹ La GRE ou Garantie contre les risques à l'exportation a été instituée en 1934. Elle a fait l'objet d'une révision récente et s'appelle désormais « Assurance suisse contre les risques à l'exportation ». « Le Parlement a approuvé la loi fédérale sur l'Assurance suisse contre les risques à l'exportation le 16.12.2005, dans le cadre de la révision de la Garantie suisse contre les risques à l'exportation (GRE). Ce texte entrera en vigueur en deux étapes : au 01.06.2006, la partie relative au conseil d'administration et, au 01.01.2007, l'ensemble de la loi. A partir du 01.01.2007, l'établissement de droit public de l'ASRE remplacera la GRE actuelle. » <http://www.seco-admin.ch/news/00751/>

¹² Un des objectifs importants de cette activité de notation est aussi la construction de l'indice obligataire de la banque cantonale de Zurich, ZKB Bond Index.



d'émetteurs et d'instruments dans ce segment en couvrant une bonne partie du marché suisse coté et non coté.

2.2.3 Notation de produits financiers élaborés de crédit («structured finance»)

Avec l'essor des opérations de titrisation de crédit et de structuration du crédit et le besoin de se faire une opinion, les agences de notation ont mis au point des méthodes qui permettent de se faire une idée de la qualité de tranches de crédit structurées. A l'heure d'aujourd'hui, les trois grandes agences de notation internationales Moody's, Standard and Poor's et Fitch Ratings sont les seules prestataires de notation de crédit structurée. Dans ce contexte particulier et à la différence de ce qui se passe dans les deux autres segments, les agences de notation de crédit sont parties prenantes de l'opération de titrisation (voir par exemple Ingerman (2003)). Au fur et à mesure que le marché du crédit structuré se développera encore plus avant, le développement de ce segment de la notation pourrait amener l'émergence de prestataires de notation établis sur des créneaux de niche.

2.3 L'agrément de prestataires à des fins prudentielles

L'accord de Bâle II attribue finalement un rôle majeur aux prestataires externes de notation de crédit, lesquels doivent finalement fournir aux banques, qui ne choisissent pas l'approche par notations internes, les éléments de leur différenciation en matière de constitution de fonds propres au titre du risque de crédit. Dans l'absolu cette « sous-traitance » de fait implique qu'une grande confiance soit accordée aux prestataires de notation de crédit. Le Comité de Bâle a ainsi édicté un certain nombre de principes à satisfaire qui permettent aux prestataires potentiels d'étayer la confiance mise en eux.

L'évaluation de cette confiance implique aussi de bien comprendre le fonctionnement du marché de la notation de crédit, ses particularités, sa nécessité comme ses dangers. Les interrogations suscitées par les crises financières traversées par les marchés émergents et les quelques scandales financiers retentissants (on se souviendra des entreprises Enron, Worldcom et Parmalat etc.)¹³ dont la presse s'est fait l'écho encore assez récemment, ont incité les autorités de surveillance d'un bon nombre de pays du G10 comme des institutions internationales à se pencher sur les structures et développements récents du marché de la notation.¹⁴ En particulier, l'accent a été mis sur une catégorie à part et particulièrement importante de prestataires : les grandes agences de notation de crédit internationales dont le fonctionnement et les pratiques ont été analysés. A cette occasion, ces institutions de surveillance nationales et supranationales ont accordé une écoute attentive aux vues et doléances des acteurs du marché financier, des émetteurs potentiels de la sphère privée et publique comme à ceux du marché de la notation.¹⁵

¹³ Ces firmes ont souvent d'ailleurs utilisé des entités spécifiques (SPV) pour financer leurs crédits par le biais de produits structurés.

¹⁴ Les lecteurs intéressés consulteront les documents suivants : SEC (2005a, 2005b), CESR (2006), CEBS (2006), IOSCO (2004), BIS (2006).

¹⁵ Les lecteurs intéressés consulteront les documents suivants : IOSCO (2004b), SEC (2005c), CESR (2005b).



Ces réflexions, alliées à une concertation internationale largement soutenue par les discussions encadrant la mise en œuvre de Bâle II, ont permis de peser les avantages et les désavantages d'une régulation de ce marché. Elles ont résulté en une convergence des vues autour d'une préférence pour la discipline de marché et, de fait, pour une certaine autorégulation. L'argument principal qui sous-tend ce consensus est que le capital de « réputation » à la base du succès des grandes agences de notation les contraint de facto à mettre tout en œuvre, de manière interne, pour préserver leur crédibilité. Cependant pour aider ces agences à ne pas céder à la tentation d'adopter des comportements déviants (pressions sur les émetteurs à contracter avec une agence de notation contre leur gré, abus de pouvoir, ruine de réputation sur « erreurs de notation ») en l'absence de mécanismes de contrôle, la communauté financière s'est largement ralliée autour du principe d'un « code de conduite pour les agences de notation » (IOSCO, (2004a)). Ce code, proposé par l'organisation internationale des commissions de valeurs (OICV - IOSCO), est donc destiné à cadrer, mais de manière souple, les pratiques internes en vigueur des agences de notation de crédit. Il est également destiné à protéger les agences de notation des pressions qu'elles pourraient subir de la part d'un gouvernement ou d'une entreprise qui souhaiterait voir sa notation de crédit « revue à la hausse ».

Sur fond de ces discussions destinées à mieux cerner le cas des agences de notation, le comité de Bâle a, quant à lui, défini les qualités désirables auxquelles devrait satisfaire un prestataire de notation de crédit souhaitant proposer ses notations à des fins prudentielles. L'idée sous-tendant l'emploi du terme « agence externe de notation de crédit (ECAI) » dans le texte de Bâle II est de pouvoir considérer un plus large nombre de prestataires de notation de crédit dans la logique de sous-traitance de l'approche standard relative à la constitution de fonds propres. A priori cela permet aussi de sortir de la logique d'oligopole qui ressortissait des investigations relatives au fonctionnement du marché de la notation de crédit restreint aux trois agences internationales. Ces prestataires seraient agréés à des fins prudentielles uniquement.

Cette sous-traitance à des organismes de notation de crédit¹⁶ externes aux banques, voulue par le comité de Bâle II, implique un certain nombre de choses de la part de l'autorité de surveillance. Elle se doit de vérifier, aussi bien que faire se peut, que les pratiques sous-tendant l'évaluation et la publication d'une note ne soient régies par des motifs ressortissant à la collusion et/ou au contraire au désir de représailles.¹⁷ Elle se doit également de définir le niveau d'exigences de qualité auquel elle soumet ces prestataires externes.

Les critères énoncés dans le texte de l'accord de Bâle II garantissent enfin que le régulateur national dispose de toute l'information nécessaire à la construction de **tables de correspondance** (« mapping »), des notes de crédit vers les pondérations de risque préfixées par le comité de Bâle qui reflètent fidèlement les risques de solvabilité sous-jacents aux notes et qui permettent de comparer ces dernières en cas d'**opinions mul-**

¹⁶ Les organismes de crédit ne sont soumis a priori à aucune régulation autre que celle de la discipline du marché. Un article paru dans le journal britannique « The Economist » titre ainsi « Credit-rating agencies : who rates the raters ? ».

¹⁷ Comme l'ont suggéré certains acteurs du marché ayant eu maille à partir avec les grandes agences de notation internationales (surtout aux USA et au Japon).



tiples (notes multiples, issues par des agences différentes, pour un émetteur ou pour une émission).

En Suisse, les tables de correspondance décriront d'abord l'assignation des notes de crédit de différents prestataires agréés à des **classes de notations**. Il s'agit d'une échelle numérique allant de 1 à 7 (la huitième classe étant destinée à régler le cas des contreparties non notées). Cette échelle définie dans le contexte de l'art. 50 al. 2 OFR est purement formelle : la classe 1 représente la classe des émetteurs les mieux notés, la classe 7 celle des émetteurs les moins bien notés etc. Deux annexes de l'ordonnance traitant l'une de l'approche standard suisse (AS-CH) et l'autre de l'approche standard internationale (AS-BRI) explicitent ensuite comment sont assignés les pondérations de risque en fonction de ces classes formelles (annexes 2 et 3 OFR). Une **table de correspondance** publiée sur le site de la CFB permettra d'effectuer la transformation entre les notes des prestataires agréés et cette échelle numérique formelle.

2.4 Critères d'éligibilité

Six critères d'éligibilité émergent de cette réflexion du comité de Bâle II : à savoir les critères d'**objectivité**, d'**indépendance**, d'**accès international/transparence**, de **communication**, de **ressources** et de **crédibilité**. Ces critères doivent permettre de s'assurer que les méthodes d'évaluation des prestataires de notation de crédit soient dignes de confiance et soient comparables au cours du temps. Ils doivent permettre de garantir que les notations ainsi produites soient crédibles au sens de l'évaluation de la solvabilité qu'elles proposent et de la différenciation (séparer les bons des moins bons) qu'elles introduisent. Ils doivent surtout garantir que le calcul des exigences en matière de fonds propres qui en résulte réponde aux conditions prudentielles que le comité de Bâle a voulu pour le système bancaire global.

Les paragraphes en italique qui suivent, sont repris de la traduction française officiellement autorisée du paragraphe 2.II.B.2 du texte de l' « accord sur les exigences de fonds propres de Bâle II » (BIS [2006]).

Objectivité. *La méthodologie d'évaluation du crédit doit être rigoureuse, systématique et faire l'objet d'une validation fondée sur des données historiques. De plus, cette évaluation doit être soumise à un examen permanent et refléter toute évolution de la situation financière. Préalablement à la reconnaissance par les autorités de contrôle, une méthodologie d'évaluation adaptée à chaque segment du marché, comprenant des procédures de contrôle ex post rigoureux, doit avoir été établie depuis au moins un an et de préférence trois ans.*

Indépendance. *Un prestataire doit être indépendant et ne subir aucune pression politique ou économique susceptible d'influencer ses évaluations. Il doit être préservé dans la mesure du possible des contraintes pouvant naître de situations de conflit d'intérêts liées à la composition de son conseil d'administration ou de son actionnariat.*

Accès international/transparence. *Toutes les évaluations doivent être accessibles aux établissements de crédit et entreprises d'investissement locaux et étrangers y*



ayant un intérêt légitime et dans des conditions équivalentes. En outre, la méthodologie générale utilisée par le prestataire doit être rendue publique.

Communication. *Tout prestataire doit communiquer les informations suivantes : ses méthodologies d'évaluation (y compris la définition du défaut de paiement, l'horizon temporel et la signification de chaque notation); le taux réel de défaut relevé dans chaque catégorie d'évaluation et l'évolution de ces évaluations, par exemple la probabilité pour des notations AA de devenir A avec le temps.*

Ressources. *Le prestataire doit disposer de ressources suffisantes pour fournir des évaluations de crédit de bonne qualité et être à même d'entretenir des relations suivies avec les organes dirigeants et opérationnels des entités évaluées, de manière à renforcer la valeur des évaluations. Les méthodes utilisées doivent combiner approches qualitatives et quantitatives.*

Crédibilité. *Le prestataire doit être crédible. Ceci découle, dans une certaine mesure, des critères précédents et est confirmé par la confiance qu'accordent des parties indépendantes (investisseurs, assureurs, partenaires commerciaux) aux évaluations externes du crédit réalisées par le prestataire candidat. La crédibilité est également étayée par l'existence de procédures internes destinées à empêcher le mauvais usage d'informations confidentielles. Il n'est pas nécessaire qu'un prestataire réalise des évaluations dans plus d'un pays pour être reconnu.*

2.5 Eligibilité des prestataires sur le marché

La procédure de reconnaissance menée par la CFB consistera à examiner les dossiers présentés par les prestataires, candidats à une reconnaissance par la CFB, et à statuer sur leur aptitude à satisfaire les six critères d'éligibilité repris par ailleurs dans l'ordonnance sur les fonds propres (art. 52 OFR).

L'utilisation des notes des agences de crédit à l'exportation à des fins prudentielles est prévue par les accords de Bâle II.¹⁸ Les notations d'émetteur souverain publiées sur le site de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)¹⁹ et obtenues de manière consensuelle par les agences de crédit à l'exportation adhérant à l'accord de l'OCDE,²⁰ sont déjà transposées en pondérations de risque dans le paragraphe correspondant de l'accord de Bâle II. Néanmoins comme les agences de crédit à l'exportation ne délivrent que de la notation d'émetteur (souveraine), mais pas de la notation d'émission souveraine, elles offrent une couverture limitée des contreparties souveraines possibles.

¹⁸ Consulter à cet effet § 55 du texte de l'accord sur l'exigence de fonds propres de Bâle II (BIS (2006)).

¹⁹ <http://www.oecd.org/statisticsdata/>

²⁰ "OECD Arrangement on Guidelines for Officially Supported Export Credits" articles 25-27, [http://webdomino1.oecd.org/olis/2005doc.nsf/Linkto/td-pg\(2005\)38-final](http://webdomino1.oecd.org/olis/2005doc.nsf/Linkto/td-pg(2005)38-final). Les participants à cet arrangement sont l'Australie, le Canada, la Communauté Européenne, le Japon, la République de Corée, la Nouvelle Zélande, la Norvège, la Suisse et les Etats Unis d'Amérique. Cet arrangement définit les règles du jeu dans le domaine de l'assurance crédit à l'export, c'est-à-dire la méthodologie utilisée (CRAM i.e. country risk assessment model) qui évalue la vraisemblance qu'un pays assure le service de sa dette. Enfin le Knaepen Package définit les règles du jeu concernant les primes minimales.



Les autres prestataires dont nous avons parlé, couvrent souvent et également des domaines étroits du risque de contrepartie : notation d'émetteur pour des petites et moyennes entreprises (PME), par exemple, ou bien collectivités publiques suisses. Il est certain qu'à l'heure actuelle les objets-cibles (PME, collectivités publiques) de ces agences font peu appel à des services de notation. Les raisons sont autant culturelles (le marché du financement de ces entités est surtout et encore un marché intérieur et bancaire) que financières : les avantages en termes de conditions du crédit d'une note de crédit pour des entités ne faisant pas appel au marché du capital international ne sont pas toujours conséquents et peuvent ne pas justifier le coût d'une notation. Néanmoins, dans le contexte actuel de croissance du marché des instruments de crédit par le biais de la titrisation, leur agrément pourrait considérablement élargir l'offre de notation de crédit dans les sous-segments des émetteurs de la sphère privée (PME, peu exploitées par les grandes agences) et des collectivités locales. Cette offre accrue pourrait alors stimuler le développement d'émissions structurées avec des partenariats envisageables entre petites agences ciblées et grandes agences (complémentarité du savoir-faire).

Il reste néanmoins que les grandes agences de notation de crédit, avec leur couverture large de tous les champs de contrepartie, restent des candidats incontournables. En effet, elles sont aussi les seules à délivrer des évaluations d'émetteurs comme d'instruments dans des domaines les plus divers de la finance. Elles jouent enfin un rôle moteur dans le développement de la notation de crédit dans la mesure où elles ouvrent constamment de nouveaux champs d'application, tels les fonds de gestion alternative, les fonds de placements etc.

2.6 Les tâches de la Commission fédérale des banques

La Commission fédérale des banques agréé les organismes de notation externes de crédit sur la base du processus de reconnaissance prévu par Bâle II et dont les modalités sont détaillées ci-dessous. Elle diffuse la liste des organismes agréés à des fins prudentielles de façon à ce que les utilisateurs puissent s'y référer. Enfin elle calcule (en concertation avec d'autres organismes de surveillance le cas échéant), actualise et diffuse différentes tables²¹ de correspondance. Le texte de Bâle II repris en ceci par l'ordonnance des fonds propres (OFR) stipule qu'il faut distinguer entre les tables de correspondance établies pour les segments de marché « collectivités publiques » et « entreprises du secteur privé » et celui de la « finance structurée de crédit ». La raison en est simplement que les procédures employées pour établir les notes de crédit diffèrent sensiblement dans le contexte du crédit structuré et justifient un exercice d'assignation séparé.

²¹ Pour un exemple de table en vigueur, voir l'annexe 2 du projet de la circulaire des « Risques de crédit », http://www.ebk.ch/f/archiv/2005/20050930/050930_07_f.pdf, donnant les tables de correspondance actuelles pour les agences de notation de crédit Moody's, Standard and Poor's, Fitch Ratings et pour la GRE ou bien voir également le document publié par l'autorité de surveillance japonaise qui a reconnu 5 agences de notations en mars 2006, <http://www.fsa.go.jp/news/newsj/17/ginkou/20060331-2/10.pdf>.



2.6.1 Listes de prestataires agréés

Les banques et les négociants en valeurs mobilières se référeront à **la liste des prestataires de notation de crédit externes agréés par la CFB à fins prudentielles publiée sur le site de la CFB** pour le calcul des fonds propres. Ils pourront ainsi déterminer si oui ou non ils peuvent faire usage de la notation de crédit d'un émetteur donné pour le calcul de leurs fonds propres.

Une **seconde liste** d'agences de notation reconnues par la CFB sera aussi publiée par la CFB. Elle est destinée à l'usage des directions des fonds de placements. Elle sert à statuer dans le cadre d'une transaction de produits dérivés sur le marché de gré à gré (OTC) si la contrepartie est autorisée ou non (art. 7 OFP-CFB). Elle sert aussi à définir quels papiers-valeurs sont autorisés comme sûretés dans le contexte du « prêt de valeurs mobilières » (art. 28 OFP-CFB) et enfin quels papiers valeurs sont autorisés dans le contexte de la « mise et de la prise en pension de valeurs mobilières » (art. 35 OFP-CFB). La nouvelle circulaire « Agences de notation » Circ.-CFB 06/_ reprend sans le changer le contenu de la précédente circulaire « Agences de notation » Circ.-CFB 98/3 en ce qui concerne **les fonds de placements**. La nouvelle circulaire Circ.-CFB 06/_ se substituera à l'ancienne Circ.-CFB 98/3.

Les deux listes d'agences agréées ne doivent en aucun cas être confondues, car elles ne servent pas les mêmes buts.

2.6.2 Tables de correspondance

Les banques et les négociants en valeurs mobilières suivant une des deux approches standard (AS-CH ou AS-BRI) utiliseront les **tables de correspondance** publiées sur le site de la CFB ainsi que les annexes 2 et 3 de l'OFR. Les banques et les négociants en valeurs mobilières utiliseront les tables de correspondance établies pour la titrisation publiées (elles sont différentes des autres) sur le site de la CFB et se référeront au texte de Bâle II pour ce qui est du calcul des fonds propres dans ce cadre.

3 Principes directeurs pour la reconnaissance des agences de notation de crédit à des fins prudentielles en Suisse

En Suisse, la mise en œuvre de l'accord sur les exigences de fonds propres de Bâle II est régie par l'ordonnance sur les fonds propres et la répartition des risques (Ordonnance sur les fonds propres) et son cortège de circulaires associées.²² La circulaire Circ.-CFB 06/_ « Agences de notation » que ce rapport explique, a pour objet la reconnaissance des organismes externes de notation de crédit et assure que l'emploi de notations de crédit délivrées par des prestataires externes soit formellement réglé.

²² Il s'agit des circulaires dites de « Risques de crédit » Circ.-CFB 06/_, de « Risques de marché » Circ.-CFB 06/_, de « Risques opérationnels » Circ.-CFB 06/_, de « Répartition des Risques », Circ.-CFB 06/_, et de « Exigences de publication liées aux fonds propres » Circ.-CFB 06/_.



Le principe de reconnaissance préalable est une étape incontournable de la mise en œuvre du « principe de recours à des évaluations externes » prévu dans le cadre des approches de détermination des fonds propres de l'accord de Bâle II.²³ L'autorité de surveillance, la CFB, doit pouvoir disposer de toute l'information nécessaire concernant la façon dont les notations de crédit issues de prestataires externes se traduisent par des probabilités de défaut et ce d'autant qu'elle les emploiera par la suite pour affecter les pondérations de risques à ces notes. Il n'est cependant pas prévu que la CFB mène une activité de contrôle poussée et/ou permanente des organismes d'évaluation externe de crédit qu'elle reconnaîtra. Elle les soumettra cependant à l'épreuve de la qualité en ce qui concerne les notations qu'ils décernent.

La procédure de reconnaissance des organismes d'évaluation externe de crédit à des fins prudentielles dans le contexte suisse s'articule autour des principes généraux suivants:

3.1 Compatibilité européenne et internationale

La CFB conditionne sa reconnaissance d'un organisme externe de notation de crédit sur les six critères d'éligibilité décrits dans le texte de l'accord de Bâle II (BIS (2006)). Elle a néanmoins pris connaissance des orientations et des procédures discutées et proposées par des institutions de surveillance européennes, par exemple celles proposées par le comité européen des superviseurs bancaires (CEBS) ou par le Bureau du surintendant des institutions financières canadiennes (OSFI). Elle se tient au courant des réflexions conduites dans le cadre du groupe de travail européen, le comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CESR) et du groupe de travail international de l'OICV sur la façon d'inciter les agences de notation à adopter des conduites en accord avec leur fonction dans le processus d'évaluation externe de crédit à des fins prudentielles. Elle se réserve le droit d'adapter ou de simplifier les procédures le cas échéant.

3.2 Pragmatisme

La CFB souligne que son approche de la procédure de reconnaissance à fins prudentielle est fondée sur le pragmatisme. Par ce biais, elle entend tenir compte des pratiques et usages en vigueur sur les marchés financiers, autant que des habitudes des acteurs financiers. La CFB est d'avis que dans le contexte de la notation de crédit **le marché, même imparfait, reste le meilleur des surveillants.**

3.3 Acte de candidature adressé à la CFB

Tout prestataire de notation de crédit désireux d'obtenir une reconnaissance à fins prudentielles de la part de la CFB soumettra sa candidature à cette dernière.

²³ Consulter l' art. 52 OFR.



3.4 Absence de reconnaissance automatique

La CFB prendra en considération toutes les informations pertinentes dans son examen des candidatures. L'obtention d'une reconnaissance à fins prudentielles dans une autre juridiction sera considérée comme une information pertinente. Néanmoins, elle ne procédera pas à une reconnaissance automatique sur cette seule base.

3.5 Reconnaissance par segments de marché

La reconnaissance d'un organisme d'évaluation de crédit ne se fera pas de manière globale, mais d'une manière différenciée. Les modalités de **la différenciation sont les « segments de marché »**. Ceux-ci correspondent à des lignes d'activité récentes et moins récentes du marché de la notation de crédit. Les segments pris en compte sont: le segment « **secteur public** », le segment « **secteur privé** » et enfin le segment « **finance et produits de crédit structurés et titrisation** ». Ces segments sont également ceux pris en compte par la Communauté Européenne, voir les lignes directrices publiées par le comité européen des superviseurs bancaires (CEBS (2006)) et ceux pris en compte par la Securities and Exchange Commission américaine (SEC (2005)). Le choix de ces segments consacre des lignes d'activité traditionnelles dans le marché de la notation et correspond également à des classes de méthodes bien répertoriées et distinguées par les utilisateurs et acteurs du marché financier. Une agence de notation peut ainsi demander à être reconnue pour un sous-ensemble ou pour l'ensemble des segments ainsi définis. Les utilisateurs de ces notes de crédit consulteront les tableaux de correspondance associés qui seront publiés sur le site de la CFB.

3.6 La reconnaissance n'est pas assortie d'une activité de surveillance

La CFB souligne que l'obtention d'un **agrément à fins prudentielles** n'est **pas assorti d'une activité de surveillance** au sens entendu dans la législation suisse. Néanmoins la CFB se propose de **rencontrer régulièrement** les organismes d'évaluation externes de crédit qu'elle reconnaît. Il s'agira pour elle de se maintenir informée des conditions de production des notes de crédit.

L'obtention d'une reconnaissance à des fins prudentielles signifie uniquement que l'organisme d'évaluation de crédit satisfait aux six critères d'éligibilité mentionnés précédemment après examen soigneux du dossier. Plus précisément des critères de qualité identiques à ceux exigés des banques ayant choisi l'approche par notation interne dite simple (F-IRB) seront appliqués pour l'examen des prestataires de notes de crédit candidats.

La CFB souligne également que la reconnaissance à des fins prudentielles d'un organisme d'évaluation de crédit **n'est en aucune manière une recommandation pour l'usage de ces notations** à d'autres fins que celle du calcul des exigences de fonds propres, par exemple dans le cadre d'activités d'investissements. Les organismes agréments le seront pour une **durée indéterminée**, c'est à dire jusqu'à indication qu'ils ne satisfont plus aux conditions d'admissibilité précitées.



3.7 La procédure de reconnaissance est conçue dans l'esprit d'éviter toutes « barrières à l'entrée »

La procédure d'agrément à fins prudentielles proposée par la CFB est conçue dans le souci **d'éviter de créer des barrières à l'entrée**. Autrement dit, la CFB ne souhaite pas favoriser par son activité de reconnaissance une concentration des évaluations de crédit entre les mains de quelques agences à vocation internationale seulement. Elle souhaite permettre l'émergence de nouveaux organismes, le cas échéant, pour autant que ceux-ci satisfassent aux critères d'éligibilité avec le niveau de qualité et sérieux requis. En particulier pour favoriser l'entrée de nouveaux organismes dans le monde de la notation externe de crédit disponible à des fins prudentielles, la **CFB ne fera pas de différence entre notations sollicitées et non sollicitées**.

La CFB est attachée à ce que tout organisme d'évaluation de crédit, qui n'aurait pas une grande assise de marché ou dont l'historique de marché n'aurait pas la profondeur (préconisée et préférable) de 3 ans, puisse se porter candidat à la reconnaissance. Elle se propose d'envisager une procédure d'agrément conditionnelle en cas de dossier de qualité et solide.

3.8 Prise en compte du « degré de pénétration » du marché

La CFB tiendra compte, dans son évaluation du dossier de candidature, du degré d'« assise de marché » ou de « **pénétration du marché** » dont peut se prévaloir le candidat à la reconnaissance. La CFB souligne que l'« assise de marché » est un indicateur potentiel de crédibilité, mais aussi par là même d'objectivité, d'indépendance etc. Dans le cas d'organismes d'évaluation de crédit récents, ce critère serait déclaré satisfait de manière conditionnelle jusqu'à ce que l'organisme puisse prouver concrètement l'ampleur de son assise de marché.

4 Procédure et dispositions légales

Les prestataires de notation de crédit intéressés à l'obtention d'une reconnaissance adresseront une lettre d'intention de candidature au secrétariat de la CFB. Ils préciseront dans cette dernière le segment ou les segments de marché pour lequel (respectivement lesquels) ils postulent. Les lettres de candidatures pourront être envoyées dès août 2006. Les décisions de reconnaissance seront faites le plus rapidement possible sur la base des ressources en personnel disponibles. L'horizon envisagé est néanmoins la fin de l'année 2006 pour que les banques et les négociants en valeurs mobilières puissent disposer des outils leur permettant de calculer leurs fonds propres sous les nouvelles règles aussi tôt que possible.

Concernant les documents à joindre au dossier de candidature, il n'y a pas de liste spécifique. Le prestataire désireux de prouver son sérieux et la qualité de ses notations de crédit mettra à la disposition de la CFB toutes les pièces et la documentation qui lui sembleront pertinentes pour prouver qu'il satisfait aux six critères d'éligibilité précités avec le niveau de qualité exigé pour l'approche par notation interne simple (F-IRB) et



compte tenu des accommodements prévus (principe 2.7) pour les prestataires relativement récents. Néanmoins le prestataire peut s'inspirer de la liste des documents requis par le comité européen des superviseurs bancaires CEBS (2006), si cela devait lui faciliter la tâche de préparation de son dossier de candidature.

L'examen des dossiers de candidatures se fera parallèlement au processus réglementaire actuellement en cours : soumission à la CFB (juin 2006), audition (août 2006), soumission (octobre 2006). Celui-ci aboutira à la formulation d'une version définitive de la circulaire « Agences de notation » Circ.-CFB 06/_. Dès août 2006, les textes de la circulaire et du rapport d'explication seront soumis à audition publique. La période d'audition se terminera fin août 2006. Les résultats de l'audition seront analysés et conduiront ou non à des modifications pour être soumis à nouveau à la CFB. Nous espérons une entrée en vigueur au 1er janvier 2007.

Les coûts engendrés par l'examen du dossier de reconnaissance seront pris en charge par le prestataire candidat. La CFB envisage que ces coûts puissent aller jusqu'à concurrence de 30'000 francs suisses.

5 Résultats et impact

Sauvegarde de la compétitivité de la place financière. La procédure de reconnaissance des organismes de notation externe de crédit est un élément incontournable, bien que technique et subordonné, de la mise en œuvre de l'accord sur les exigences de fonds propres de Bâle II. L'application de ce dernier, en Suisse, garantit d'ailleurs la réputation de la place financière en ce qu'il exige l'adaptation des banques et des négociants en valeurs mobilières aux normes les plus avancées de la gestion des risques de marché, de crédit et d'opérations. La procédure de reconnaissance à fins prudentielles s'articule donc au sein de la mise en œuvre de Bâle II et permet à toutes les banques, quelque soit l'approche suivie, de pouvoir profiter des pleines possibilités de réduction de l'exigence de fonds propres là où elles sont de mise. L'harmonisation des principes sous-tendant la procédure de reconnaissance suisse avec ceux préconisés par la communauté européenne et même, de façon plus large, avec ceux préconisés par la communauté internationale, assoit de plus le consensus autour de la façon d'appréhender les notes fournies par les organismes de notation de crédit.

Analyse du rapport coûts/bénéfices pour les acteurs du marché et élaboration d'une réglementation différenciée. La procédure de reconnaissance s'inscrit dans le cadre de l'application de l'accord sur les exigences de fonds propres de Bâle II. Il a été décidé que l'implémentation de Bâle II ne ferait pas l'objet d'une étude de coûts et bénéfices, en tous les cas dans la phase initiale de lancement. La procédure de reconnaissance des organismes d'évaluation externe de crédit étant subordonnée à l'implémentation de Bâle II, aucune étude de coûts et de bénéfices n'est prévue dans ce cadre pour l'instant.

Exploitation du potentiel économique. Le travail de préparation effectué en vue de décider d'une procédure de reconnaissance en Suisse a permis de faire un état des



lieux du marché de la notation de crédit en Suisse et de ses acteurs. Cette recherche a fait apparaître un petit nombre d'organismes de notation de crédit indigènes ou construits en partenariat avec des pays voisins. Ceci indique que certains ont senti la possibilité de concurrencer les grandes agences internationales sur certains segments très particuliers de la notation de crédit : le segment englobant la sphère publique et celui englobant la sphère privée. Ce sentiment a été confirmé lors des entretiens que la CFB a conduit dans la première semaine de juin avec certains représentants de ces prestataires locaux. Une reconnaissance de ces acteurs indigènes, pour autant qu'ils satisfassent aux critères précités, élargirait clairement l'offre des opinions de crédit pour les petites et moyennes banques suivant l'approche standard (AS-CH ou AS-BRI). En règle générale, elle permettrait d'améliorer les possibilités de comparaison des opinions de crédit pour ces segments particuliers et en tant que tel pourrait améliorer les conditions d'accès à l'information pour tous les acteurs financiers de la place suisse. A moyen terme, cet accroissement de l'offre de services de notation pourrait pousser les émetteurs de moyenne importance à offrir plus de transparence sur le marché en demandant à se faire noter plus fréquemment qu'aujourd'hui.

Respect de la neutralité concurrentielle lors de la fixation des conditions cadres.

La promotion indirecte, au travers de la procédure de reconnaissance, d'organismes de notation de crédit locaux accorde une visibilité nouvelle à des acteurs présents sur le marché. Elle pourrait modifier, à moyen terme, les conditions de l'offre de notation de crédit pour certains segments et sur le marché local. En conséquence, nous pourrions assister à une redistribution des parts de marchés entre les organismes présents en Suisse. Il n'est pas impossible de concevoir une baisse des coûts d'une notation pour le demandeur par le biais de l'accroissement de la concurrence, car l'activité de notation de crédit ne paraît pas être caractérisée par des rendements d'échelles croissants.

Identification des sources d'incertitudes, des risques et des effets pervers. Il existera toujours des risques potentiels liés au maniement d'opinions (le fait qu'il s'agisse d'opinions sur la solvabilité n'y change rien) ainsi que des risques liés à la délégation. Ces risques sont des risques d'aléa moral, à savoir que l'on n'observe jamais complètement le niveau d'effort du prestataire pour assurer la qualité de ses notes ou de sélection adverse, à savoir qu'il n'est pas plus facile de distinguer une bonne agence de notation de crédit d'une mauvaise que de distinguer un bon emprunteur d'un mauvais.

Les risques majeurs associés à toute procédure de reconnaissance sont de deux types. Le premier est de ne pas réussir à faire comprendre au public que la reconnaissance d'un prestataire à fins prudentielles n'est pas un label de garantie absolue. Le second, c'est que personne n'est jamais à l'abri de comportements déviants comme ceux dont la presse s'est faite l'écho dans le passé et qui ont touché, il faut le souligner, surtout les USA et le Japon.

La CFB a dûment examiné et pesé ces risques dans le contexte de son travail de préparation. Tout a été fait pour minimiser l'importance de ces derniers. Mais il faut reconnaître qu'il n'est pas possible de garantir que des dérapages, similaires à ceux constatés par le passé ailleurs, ne puissent se produire en Suisse. C'est pour cela qu'il s'agit de bien garder en mémoire que les notations de crédit sont et restent ni plus ni moins que des opinions sur la capacité d'un preneur de crédit à honorer ses obligations dans



les temps prescrits par le contrat qu'il a signé. Elles n'engagent que ceux qui les émettent. Une note de crédit particulière peut s'avérer mauvaise ex-post, sans pour autant que l'on puisse trouver à redire à la méthode par laquelle elle a été obtenue. Il n'est pas possible d'empêcher un prestataire de donner son opinion concernant la qualité d'une tierce partie; il appartient à tout acteur financier de corroborer et de vérifier si cette opinion lui paraît valable.

Néanmoins, plusieurs éléments récents peuvent inciter à une certaine sérénité. Le premier est la conception par l'OICV d'un code de conduite pour les prestataires de notation de crédit qui remporte un vif succès auprès des autorités de surveillance internationales. Celles-ci manifestent de plus une volonté ferme de le faire respecter. Ce consensus international est un signal pour les agences de notation. Le second concerne le consensus interne à la CFB, sur l'opportunité de mener un examen extrêmement sérieux des critères d'admissibilité. Le troisième concerne la possibilité que la CFB se réserve de pouvoir révoquer la reconnaissance en cas de manquement grave et avéré aux critères cités. Révoquer la reconnaissance signifie que les acteurs financiers ne peuvent utiliser les notes de l'agence dans le contexte du calcul de fonds propres. Cela n'empêche pas l'agence de continuer à donner ses opinions de crédit ni aux acteurs financiers de prendre en compte ses opinions à d'autres fins. Ces mesures devraient suffire à garantir une discipline certaine du marché de la notation de crédit en Suisse. Si cela ne devait suffire, il faut souligner que les règles de calcul de la pondération des risques adéquates pour une contrepartie faisant l'objet de notations multiples (Part 2, II, C, al. 96-98) permettent encore d'atténuer l'impact de déviations de comportements des prestataires en termes de constitution de fonds propres.

Malgré les risques attachés à l'activité de notation de crédit, il reste que les prestations fournies par les organismes de notation externe de crédit sont très importantes. Elles le sont pour les marchés financiers dans le cadre de l'activité de fixation du prix du risque. Elles le deviennent encore plus, bien que dans un sens différent, et pour des acteurs différents avec Bâle II. En effet, elles permettent aux banques et aux négociants en valeur mobilières de différencier plus finement leurs risques de contrepartie. Il convient au regard de ces aspects de bien mettre face à face les services importants rendus par rapport aux risques encourus.

6 Références bibliographiques

[BCBS, 2006] Basel Committee on Banking Supervision (2006) "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework" Bank for International Settlements. 261p.

[BCBS, 2000] Basel Committee on Banking Supervision (2000) "Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information" Working Papers No. 3 - August 2000.

Byoun, S. and Y.S. Shin (2003) "Unsolicited Credit Ratings: Theory and Empirical Analysis" Mimeo. Baylor University, 33 p.



[CEBS, 2006] Committee of European Banking Supervisors (2006) "CEBS guidelines on the recognition of external credit assessment institutions" (20 January 2006) (<http://www.c-ebc.org/pdfs/GL07.pdf>).

[CESR, 2005a] Committee of European Securities Regulators (2005) "CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating" (March 30, 2005) ref:CESR/05-139b (<http://www.cesr-eu.org/>).

[CESR, 2005b] Committee of European Securities Regulators (2005) "CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies - Feedback statement" (March 30, 2005) ref:CESR/05-140 (<http://www.cesr-eu.org/>).

[CESR, 2005c] Committee of European Securities Regulators (2005) "Press release - CESR's dialogue with Credit Rating Agencies to review how the IOSCO code of conduct is being implemented" (December 13, 2005) ref: CESR/05-751 (<http://www.cesr-eu.org/>).

[CESR, 2006] Committee of European Securities Regulators (2006) "Public statement - Update on CESR's dialogue with Credit Rating Agencies to review how the IOSCO code of conduct is being implemented" (March 9, 2006) ref:CESR/05-107 (<http://www.cesr-eu.org/>).

The Economist (2005) "Credit-rating agencies who rates the raters?" March 26, pages 65-67.

Ingerman, Peter K (2003) "File No. S7-12-03 - Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws" (hearings) <http://www.sec.gov/rules/concept/s71203/pingerman072803.htm>

[IOSCO, 2003] International Organisation of Securities Commissions (2003) "IOSCO Statement Of Principles Regarding The Activities Of Credit Rating Agencies". September 2003 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>

[IOSCO, 2004] International Organisation of Securities Commissions (2004) "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies" Report of the Technical Committee of IOSCO, December 2004. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>

[IOSCO, 2004] International Organisation of Securities Commissions (2004) Public Comments on Code of Conduct Fundamentals for CRAs, November 2004. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD177.pdf>

Poon, W.P.H. (2003) "Are Unsolicited Bank Ratings Biased Downward After Controlling Sovereign And Financial Risks?" Mimeo. Lingnan University, 30p.

Reder, D. (2004) "Rating History: Rating wird europäisch." Rating und Schuldnerqualität, RATINGaktuell 04: 52-54.



[SEC, 2005a] Securities and Exchange Commission (Apr. 19, 2005) "Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization" 17 CFR Part 240 [Release Nos. 33-8570; 34-51572; IC-26834; File No. S7-04-05] RIN 3235-AH28. p74.
<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf>

[SEC, 2005b] Securities and Exchange Commission "Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws" [Release Nos. 33-8236; 34-47972; IC-26066; File No. S7-12-03] RIN 3235-AH28.
<http://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>

[SEC, 2005c] Securities and Exchange Commission "Comments on Proposed Rule: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws" [Release No. 33-8236; 34-47972; IC-26066; File No. S7-12-03]
<http://www.sec.gov/rules/concept/s71203.shtml>

[UBS, 2003] UBS (2003) « Les affaires de crédit en mutation. Les PME face aux enjeux du rating, du pricing et de Bâle II. »
http://www.ubs.com/1/f/ubs_ch/bb_ch/kmu/basel_ii.html

Van Roy, P. (2006) "Is there a difference between solicited and unsolicited bank ratings and if so, why?" National Bank of Belgium, Working Paper Research, 79, 42p.