



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

Les agences de notation financière : état des lieux.

Régulations et pistes d'amélioration du marché.

Promoteur : M. Luc Henrard

Mémoire-recherche présenté par
Bastin Jean-Nicolas

en vue de l'obtention du titre de
Master en sciences de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Avant tout, je souhaite remercier toutes les personnes qui m'ont aidé et accompagné, de près ou de loin, dans la réalisation de ce mémoire.

Tout d'abord, je remercie vivement mon promoteur, Luc Henrard, pour ses commentaires constructifs et le temps qu'il m'a consacré durant la rédaction de ce présent mémoire.

Je tiens à remercier chaleureusement mes frères et sœur, ainsi que Christophe pour leurs conseils avisés.

Enfin, pour leurs encouragements et leur soutien sans faille tout au long de ces cinq années d'études et de ce mémoire, mes parents Philippe et Mélina, qu'ils trouvent ici mes remerciements les plus sincères.

IV.

Table des matières

INTRODUCTION	7
---------------------------	----------

PARTIE 1 : ANALYSE DES AGENCES DE NOTATION FINANCIÈRE. QUELLE PLACE SUR NOS MARCHÉS FINANCIERS ?	9
---	----------

1.A. INTRODUCTION	9
1.B. CONCEPT DE CAPITAL RÉPUTATIONNEL	9
1.C. ORIGINES DES AGENCES DE NOTATIONS	11
1.D. DÉVELOPPEMENT DES « BIG THREE »	13
1.E. STATISTIQUES ET PARTS DE MARCHÉ (S&P, MOODY'S ET FITCH), SITUATION D'OLIGOPOLE ?	22
1.F. RATINGS SHOPPING	31
1.G. LA TITRISATION D'ACTIFS	32
1.H. RÔLES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS	35
1.I. FONCTIONNEMENT	38
1.J. SOURCES DE RÉMUNÉRATION : MODÈLE « ÉMETTEUR-PAYEUR » - CONFLIT D'INTÉRÊT ?	45
1.K. ASYMÉTRIE DE L'INFORMATION	48
1.L. POUVOIR	50
1.M. CONTROVERSES ET CRITIQUES	53
1.N. CONCLUSION	54

PARTIE 2 : ASPECTS MÉTHODOLOGIQUES DE LA NOTATION FINANCIÈRE.....	57
--	-----------

2.A. INTRODUCTION	57
2.B. LA NOTATION ET LE RISQUE DE CRÉDIT	57
2.C. MODÈLE KMV – <i>EXPECTED DEFAULT FREQUENCY (EDF)</i>	59
2.D. INSTABILITÉ DE LA NOTATION DES PRODUITS STRUCTURÉS	63
2.E. CONCLUSION	65

PARTIE 3 : RÉGULATIONS EN PLACE ET PISTES D'AMÉLIORATION POUR LE FUTUR..... 67

3.A. INTRODUCTION	67
3.B. CODE DE CONDUITE OICV - PREMIERS PAS VERS UN SYSTÈME DE RÉGULATION EUROPÉEN	68
3.C. RÈGLEMENT (CE) N° 1060/2009 (« CRA 1 ») DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL SUR LES AGENCES DE NOTATION DE CRÉDIT – ÉVITER LES FAUTES DU PASSÉ	71
3.D. QUELLES RÉGULATIONS POUR LES ÉTATS-UNIS ?	74
3.E. CRÉATION D'UNE AGENCE DE NOTATION EUROPÉENNE (ERA) – UNE IDÉE PROMETTEUSE ?	76
3.F. SCOPE RATINGS – UN MODÈLE DE TRANSPARENCE ?	79
3.G. DOIT-ON BANALISER LES NOTATIONS ?	80
3.H. RAPPORT DE LA FONDATION BERTELSMANN – PROJET INCRA	81
3.I. CONCLUSION	83

CONCLUSION 85

BIBLIOGRAPHIE..... 87

ANNEXES 94

ANNEXE 1.1 : ORGANIGRAMME DU GROUPE FIMALAC.....	94
ANNEXE 1.2 : VUE D'ENSEMBLE DE MOODY'S CORPORATION	95
ANNEXE 1.3 : ANALYSE DES PARTS DE MARCHÉ PAR INDUSTRIE	96
ANNEXE 1.4 : LE PROCESSUS DE NOTATION CHEZ STANDARD & POOR'S	97
ANNEXE 1.5 : ÉVOLUTION DES REVENUS OPÉRATIONNELS DE MOODY'S ENTRE 1981 ET 2000	98
ANNEXE 1.6 : LISTE D'INFORMATIONS À FOURNIR À L'ESMA POUR LA DEMANDE D'ENREGISTREMENT DES AGENCES DANS L'UNION CONFORMÉMENT AU RÈGLEMENT EUROPÉEN (CE) 1060/2009.....	99
ANNEXE 1.7 : LISTE EXHAUSTIVE DES INFRACTIONS REPRISES DANS LE RÈGLEMENT EUROPÉEN (CE) 513/2011	100
ANNEXE 1.8 : LISTE EXHAUSTIVE DES AGENCES DE NOTATION ENREGISTRÉES ET CERTIFIÉES AUPRÈS DE L'ESMA AU 12 DÉCEMBRE 2014	106
ANNEXE 1.9 : SCHÉMA ORGANIGRAMME DU PROJET INCRA.....	108
ANNEXE 1.10 : RAPPORT D'ANALYSE COMPLET DE LA NOTATION SOUVERAINE DE L'ITALIE RÉALISÉE PAR L'INCRA.....	109
ANNEXE 1.11 : PARAMÈTRES INFLUENÇANT LE RATING DE POOLS COMMUNS DE PRODUITS STRUCTURÉS	121

Introduction

Depuis plusieurs années, et plus particulièrement les récentes crises financières, les agences de notation ne cessent d'être sous les feux des projecteurs. En effet, ces dernières sont accusées entre autres d'avoir la main mise sur le marché des notations, et ainsi le manipuler. A l'heure actuelle, on peut légitimement se demander si la présence des agences de notation mène nos marchés financiers vers plus d'efficience ?

Selon la SEC (*U.S Security Exchange Commission*), **Moody's**, **Standard & Poor's** et **Fitch Ratings**, appelés également les « Big Three », ont émis plus de 96,55% des notations sur le marché pour l'année 2013. Nous pensons dès lors légitime de nous poser certaines questions : n'y a-t-il pas ici une situation oligopolistique ? Peut-on se fier les yeux fermés aux notations émises par ces agences ? Comment ont-elles acquis tant de pouvoir ? Quelles formes de régulation le législateur peut-il mettre en place ? Ce mémoire aura pour objectif de répondre à ces différentes interrogations. Nous y aborderons également certaines critiques qui sont faites aux agences de notation.

La première partie consistera en une analyse détaillée des agences de notation. En effet, nous expliquerons l'historique et le développement des trois agences Moody's, Fitch Ratings et Standard & Poor's mais aussi leur place actuelle sur le marché des notations. Par la suite, nous aborderons différents thèmes comme **l'asymétrie de l'information**, le phénomène de « **ratings shopping** » ou encore le modèle « **émetteur-payeur** ». Cela nous permettra de comprendre le rôle et fonctionnement des agences de notation mais aussi de faire le point sur leur valeur ajoutée pour nos marchés financiers.

La seconde partie se concentrera sur des aspects plus méthodologiques comme le risque crédit, le modèle KMV mais aussi, nous nous attarderons à montrer la faiblesse des modèles utilisés lors de la notation de produits structurés.

Enfin, la troisième partie abordera d'un côté les différentes régulations mises en place sur le marché des notations tant par les régulateurs européens qu'américains, et proposera également une réflexion sur quelques pistes d'amélioration prometteuses pour le futur.

Partie 1 : analyse des agences de notation financière.

Quelle place sur nos marchés financiers ?

“There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful.” (Friedman, 1996)

1.a. Introduction

« Trois agences dominent le secteur de la notation sur le plan international : Standard & Poor’s, Moody’s et Fitch Ratings. Leur influence dérange de plus en plus mais leur utilité n’est à ce jour pas démentie. » (Collard, 2011)

Ces dernières années, les agences de notation sont remises en cause, notamment depuis les récentes crises financières. Cette première partie a pour objectif de proposer une analyse du marché des notations financières et des agences de notation, afin de comprendre leur utilité mais aussi les controverses et critiques auxquelles elles font face. Pour ce faire, nous nous attarderons en particulier sur les trois agences de notation principales actives sur nos marchés : Moody’s, Standard & Poor’s et Fitch Ratings.

1.b. Concept de capital réputationnel

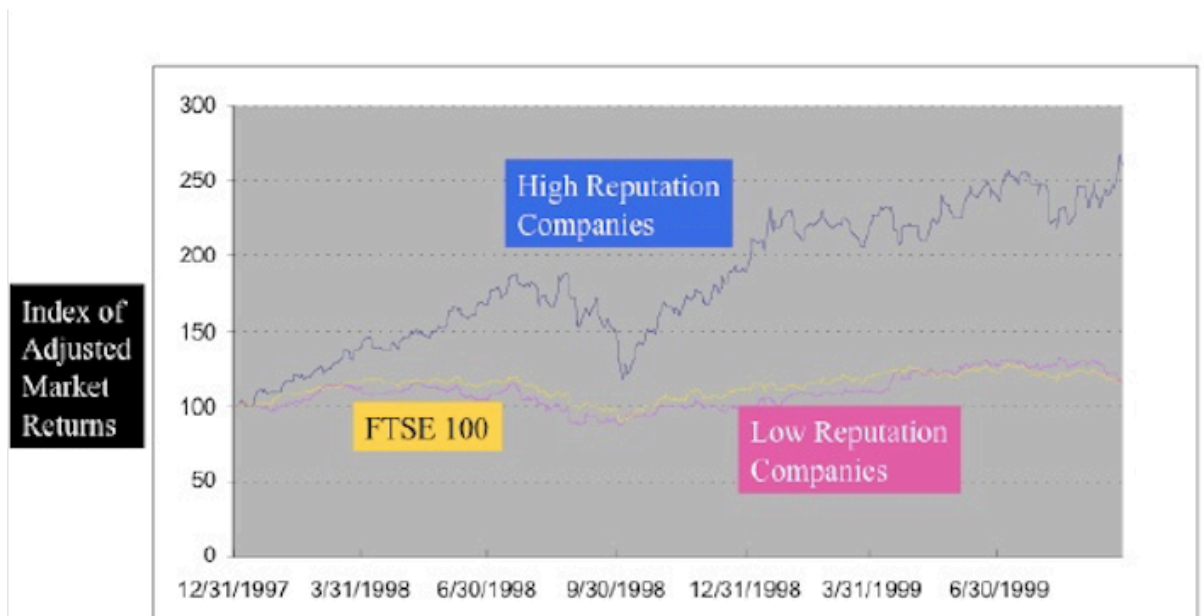
Il est intéressant d’introduire le sujet par la notion de capital réputationnel. Mark Hirschey (1996) le définit comme *« Reputation capital is the qualitative measure of some entity’s reputational value in some context – a community or marketplace »*. Les investisseurs incluent la variable confiance dans leur prise de décision. En effet, il semble évident qu’un investisseur sera plus enclin à conclure une transaction avec la contrepartie en qui il a le plus confiance. Nous pouvons ainsi dire que les acteurs d’un marché sont récompensés sur base de leurs comportements, non pas directement en cash, mais bien en accroissement de leur capital réputationnel. Notons que le risque réputationnel est inversement proportionnel au capital réputationnel : si le risque lié à la réputation augmente alors le capital quant à lui diminuera et inversement.

10.

Prenons l'exemple d'un garage automobile. L'accroissement de son capital réputationnel peut se répercuter de diverses façons : accroissement du nombre de ventes, délais de paiement rallongés auprès de l'importateur des véhicules, profil de risque plus faible auprès des institutions de crédit, relation de confiance accrue avec les clients, etc.

Par ailleurs, ce capital réputationnel impacte également fortement la valeur de marché des entreprises comme le montre le graphique ci-dessous. Nous voyons que les entreprises avec une forte réputation commerciale performant toujours mieux. Le capital réputationnel peut représenter 55% à 85% de la valeur de marché d'une entreprise (Clayton, 2011).

Graph 1.1 : impact du capital réputationnel sur la valeur de marché des entreprises



Source : Clayton (2011)

Adam Smith comprenait déjà à l'époque l'importance de ce capital et l'évoquait en 1763 lors d'une conférence intitulée « *Lecture on the influence of Commerce on Manners* ». Adam Smith y décrit le fait que les hollandais respectent plus leurs engagements quand il s'agit de conclure des affaires en comparaison aux anglais. Il explique qu'il n'existe aucune raison intrinsèque à l'origine qui fait du hollandais un meilleur commerçant que les autres mais il s'agit ici de l'intérêt personnel que possède chaque individu indépendamment de sa nationalité, le tout reposant sur la réputation. (Smith, 1763)

Ce concept de capital réputationnel est fortement lié aux notes accordées par les agences de notation financière. Lorsqu'une agence délivre une note à un émetteur, elle détermine sa capacité à honorer ses dettes dans les délais. Le capital réputationnel de l'émetteur est pris en compte car il y a cette notion de confiance qui intervient. Acheter des obligations à une institution, c'est lui faire confiance sur ses capacités de remboursement. En tant qu'investisseur nous souhaitons maximiser les rendements en minimisant les risques. Par conséquent, ce capital réputationnel ne peut être détaché de la notion de confiance.

1.c. Origines des agences de notations

L'origine des agences de notation remonte aux agences de notation mercantiles créées dans le courant des 17^{ème} et 18^{ème} siècles. À l'époque, les commerçants éprouvaient des difficultés à se faire payer. Les délais de paiements pouvaient aller jusqu'à un an ; il y avait beaucoup de fraudes, faux en écritures pour des lettres de recommandations et surtout très peu d'information disponible sur les émetteurs. Avec l'évolution des marchés durant les siècles suivant, il est clairement apparu qu'une nouvelle forme de commerce était possible, celui de l'information. (Partnoy, 1999).

Lewis Tappan est l'origine de la première agence de notation mercantile, ancêtre des agences de notations telles que nous les connaissons aujourd'hui. Lewis Tappan et ses frères étaient des fournisseurs importants de produits laitiers. Lewis Tappan tenait un journal où il y notait différentes informations à propos de ses clients comme leurs capacités à rembourser dans les délais, leurs santés financières et d'autres informations encore. Durant la crise de 1837, le commerce des produits laitiers s'effondre, de même que la société des frères Tappan. Heureusement pour eux, les informations qu'ils avaient collectées sur les acheteurs de produits laitiers prennent de la valeur auprès des autres fournisseurs de produits laitiers. Ces derniers veulent à tout prix se procurer ces informations. C'est ainsi que naît la première forme d'agence de notation. (Partnoy, 1999)

Par la suite, d'autres marchands ont alors proposé les mêmes services que les frères Tappan mais pour des industries différentes. C'est ainsi que de nombreuses agences de notation font alors leur apparition sur ce marché naissant.

Moody's

C'est notamment de cette façon que naît Moody's. John Moody fut analyste de marché à Wall Street début du 20^{ème} siècle. Suite au succès grandissant des agences de notation mercantiles initié par les frères Tappan, John Moody grâce à son expérience fonde une société ayant pour objectif de fournir de l'information sur les actions et obligations de Wall Street. En 1900, John Moody & Company publie un manuel contenant différentes informations sur les actions et obligations d'institutions financières, d'agences gouvernementales ou même d'entreprises minières. (Partnoy, 1999)

Suite au succès grandissant de ce manuel, il devient de plus en plus difficile de s'en procurer un exemplaire. Malheureusement, suite à la crise financière que connaît les États-Unis, John Moody n'a pas le choix et doit vendre son fond de commerce. (Partnoy, 1999)

Suite au crash financier de 1907, de nombreux analystes publient des rapports fournissant l'information nécessaire aux investisseurs actifs sur les marchés financiers et notamment sur le marché des chemins de fers. John Moody a pour idée de synthétiser tous ces rapports en une seule note qui sera représentée par une lettre alphabétique. Le système de notation tel qu'on le connaît aujourd'hui voit le jour. (Partnoy, 1999)

« *By 1924, Moody's rating covered nearly 100 percent of the US bond market.* »
(Moody's 2015)

Standard & Poor's

Attardons nous à présent à l'agence de notation Standard & Poor's (S&P). Le développement de Standard & Poor's s'est déroulé en de nombreuses étapes et ce depuis plus de 150 ans. Les origines de S&P sont fortement similaires à celles de Moody's. En 1860, Henri Poor publie un livre intitulé « *History of the Railroads and the Canals of the United States* » qui détaille les capacités de remboursement des investisseurs principalement actifs sur les marchés ferroviaires et maritimes. (Standard & Poor's, 2015)

Quelques années plus tard, il publie avec son fils « *Manual of the Railroads of the United States* ». De son côté, Luther Lee Blake comprend aussi l'importance pour les investisseurs d'obtenir suffisamment d'informations afin de prendre leurs décisions sur les

marchés. Il crée le *Standard Statistics Bureau* qui deviendra rapidement *Standard Statistics Inc.* (Standard & Poor's, 2015)

Les agences Moody's et S&P ont toujours été très liées part le passé mais de part le présent également. En 1914, Roy W. Porter rachète *Moody's Manual Co.*, il a également pour ambition de racheter les entreprises fondées par la famille Poor's. Roy W. Porter fusionne *Moody's Manual Co.* avec *Poor's Railroad Manual Co.*, le nom devient *Poor's Publishing Co.* C'est en 1941 que naît *Standard & Poor's* de la fusion de *Poor's Publishing* et *Standard Statistics*. (Standard & Poor's, 2015)

Fitch

John Knowles Fitch fonde le *NY. Fitch Publishing* le 24 décembre 1913, quelques années seulement après Moody's et Standard & Poor's. A la fin du siècle en décembre 1997, l'agence Fitch fusionne avec *International Bank Credit Analysis Limited*, une entreprise anglaise filiale de Fimalac (White, 2010b).

Fimalac est un groupe français fondé en 1991 et dirigé par Marc Ladreit de Lacharrière. Depuis le 12 mars 2015, Fimalac se partage Fitch Ratings avec le groupe américain Hearst. Nous aborderons plus en détail à la section suivante le développement de Fitch Ratings et cette volonté de devenir une agence de notation de premier plan comme le sont déjà Moody's et Standard & Poor's à l'époque.

1.d. Développement des « Big Three¹ »

Aujourd'hui, il ne fait aucun doute que ces trois agences de notation (Moody's, Standard & Poor's et Fitch) sont les leaders sur le marché. Les « Big Three » comme on les appelle dominent les marchés. Nous analyserons plus loin dans cette première partie, sur base d'un rapport publié par la SEC², la position dominante de ces trois agences sur le marché de la notation financière.

¹ Moody's, Standard & Poor's et Fitch.

² *U.S Security Exchange Commission*.

Elles dominent le marché c'est un fait. Toutefois, il existe d'autres agences de notation moins importantes comme le montre le tableau suivant publié par l'ESMA³ en 2014 extrait de son rapport intitulé : « *Credit Rating Agencies' 2014 market share calculations for the purposes of Article 8d of the CRA Regulation* » (ESMA, 2014).

Nous voyons que les parts de marché en 2014 pour Moody's, S&P et Fitch sont respectivement de 34,53%, 39,69% et 16,22%. Notons que Fitch détient une part de marché comparativement plus faible que les deux autres agences.

Tableau 1.1 : parts de marché des agences de notation en 2014 selon l'ESMA⁴ :

Registered Credit Rating Agency	Market share %
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0.72
ARC Ratings, S.A.	0.03
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	0.26
Axesor S.A.	0.58
BCRA-Credit Rating Agency AD	0.03
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	0.13
CERVED Group S.p.A.	2.19
Creditreform Rating AG	0.53
CRIF S.p.A.	0.76
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	<0.01
DBRS Ratings Limited	1.27
Euler Hermes Rating GmbH	0.24
European Rating Agency, a.s.	<0.01
EuroRating Sp. Zo.o	<0.01
Feri EuroRating Services AG	0.67
Fitch Group	16.22
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0.33
ICAP Group SA	0.75
Moody's Group	34.53
Scope Credit Rating GmbH	0.14
Spread Research SAS	0.09
Standard & Poor's Group	39.69
The Economist Intelligence Unit Ltd	0.83
TOTAL	100

Source : ESMA (2014)

³ Autorité européenne des marchés financiers. L'ESMA a pour objectif d'établir des rapports sur base des situations de marchés européennes.

⁴ Les calculs des parts de marché effectués dans ce tableau se basent sur le chiffre d'affaires annuel réalisé pour l'année calendaire 2013. Les agences reprises dans ce tableau sont toutes les agences enregistrées auprès de l'ESMA. Cette liste des agences enregistrées est consultable via le lien suivant : <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs> (ESMA, 2014).

Il est également important de mentionner l'article 8d évoqué dans ce rapport de l'ESMA. Cet article fait parti de la régulation No 1060/2009 du parlement Européen portant sur les agences de notation de crédit (nous analyserons cette régulation dans la dernière partie du mémoire). Celle-ci a pour objectif d'accroître la compétition sur le marché des agences de notation en tentant d'augmenter l'activité des agences de tailles inférieures. L'article préconise qu'à chaque fois qu'un émetteur ou une partie tierce souhaite utiliser au minimum deux agences de notation afin d'obtenir une notation pour l'émission d'un titre de dette, ceux-ci doivent faire appel au minimum à une agence détenant moins de 10% de parts de marché (ESMA, 2014).

Nous constatons que la supériorité des « Big Three » est réellement présente, toutefois il y a une volonté du législateur de réguler le marché et d'y apporter plus de compétitivité. Doit-on y voir une volonté de contrer une situation d'oligopole ?

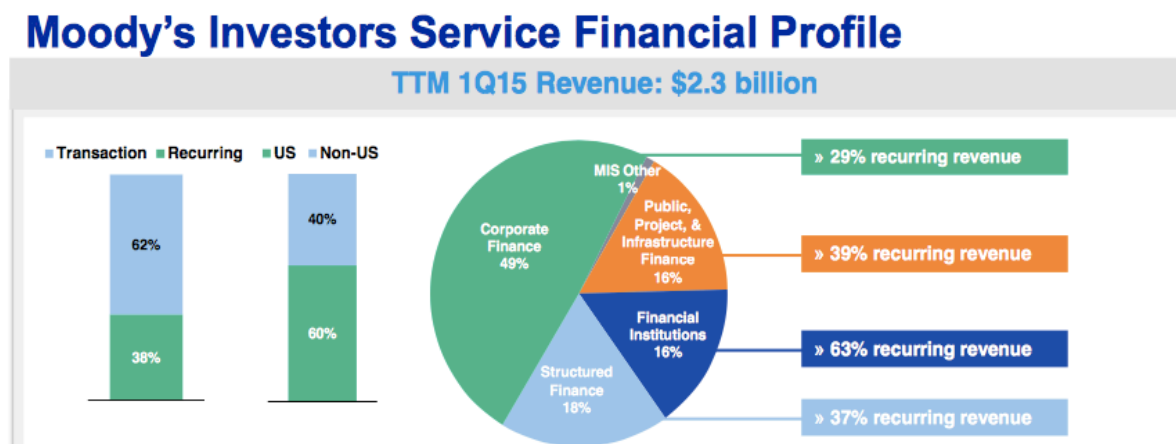
Que sont devenues les agences depuis leurs créations ?

Le groupe Moody's est actuellement composé de trois entités. La première *Moody's Corporation*, la seconde *Moody's Investor Service (MIS)* et la dernière *Moody's Analytics (MA)* (voir annexe 1.2). La première est l'entreprise mère et détient les deux filiales. Le chiffre d'affaires de *Moody's Corporation* pour la période 1Q15 s'élève à 3,4 milliards de dollars (USD), cette dernière est présente dans plus de 33 pays. En 31 mars 2015, elle emploie à travers ses deux filiales 3,202 employés aux États-Unis et 6,768 employés dans le reste du monde. (Moody's, 2015)

Moody's Investor Service est active dans la notation et aide les investisseurs à évaluer le risque crédit pour chaque secteur à revenus fixes. Les ratings de *MIS* couvrent environ 130 nations, 11.000 émetteurs du secteur privé, 21.000 émetteurs du secteur public et 76.000 obligations structurées⁵. (Moody's, 2015)

⁵ Une obligation structurée est un produit structuré vendu par des institutions financières. C'est une combinaison de plusieurs produits financiers, lui permettant potentiellement de mieux performer qu'une obligation traditionnelle. Il se différencie de l'obligation par le fait qu'il est associé à un sous-jacent.

Graph 1.2 : types de revenus de *Moody's Investor Service* pour la période 1Q15



Source : Moody's (2015)

Ce graphique nous renseigne sur l'origine des revenus de *Moody's Investor Service*. Le chiffre d'affaires se monte à 2,2 milliards de dollars (USD), cela représente 68% du chiffre d'affaires de *Moody's Corporation*⁶. La société réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires aux États-Unis (US), respectivement 60% pour les US et 40% pour le reste du monde. Nous remarquons également qu'une large partie de ses revenus (68%) provient de transactions, la seconde partie correspond à des revenus récurrents⁷.

La filiale *Moody's Analytics* a été créée en 2007 afin de se concentrer sur l'analyse et la gestion des risque, ainsi que sur la performance en proposant des programmes, des formations ainsi que de la consultance dans différents domaines. L'objectif était de proposer des services se détachant de l'activité de notation principale. Depuis sa création, *Moody's Analytics* a racheté de nombreuses entreprises actives dans le domaine des softwares, de la consultance, comme par exemple *Fermat International*⁸ ou *ENB Consulting*⁹. (*Moody's*, 2015)

⁶ Période correspondant au 1Q15 (janvier, février et mars 2015).

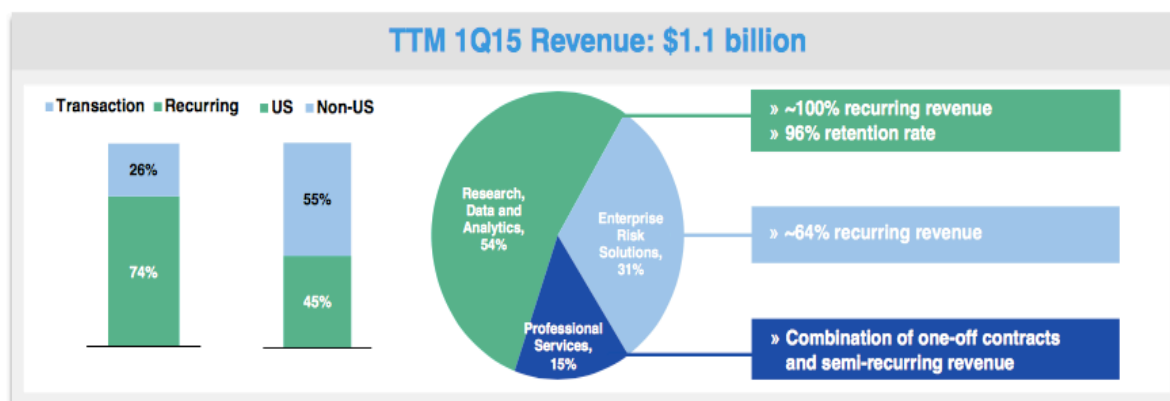
⁷ Nous entendons par récurrent : un revenu qui a une forte probabilité de se répéter dans le futur.

⁸ *Fermat International* est une entreprise active dans la création de programmes spécialisés en gestion du risque et de la performance. L'entreprise est rachetée en 2008 par *Moody's Analytics*.

⁹ *ENB Consulting* est une entreprise spécialisée en formation et en consultance dans l'industrie bancaire. *ENB Consulting* propose des formations techniques pour des activités bancaires, pour des relations clients, mais aussi des formations internes (team buildings). (*Bloomberg L.P.*, 2015)

Graph 1.3 : types de revenus de *Moody's Analytics* pour la période 1Q15

Moody's Analytics Financial Profile



Source : Moody's (2015)

Nous remarquons que la majorité du chiffre d'affaires de *Moody's Analytics* (55%) provient de l'étranger¹⁰, contrairement à *Moody's Investor Service* dont plus de la moitié des revenus proviennent des États-Unis. Une autre différence est la nature des revenus, en effet 74% des revenus sont récurrents et 26% proviennent de transactions alors que nous observons l'inverse pour la filiale *MIS*. La filiale *Moody's Analytics* produit 32% du chiffre d'affaires du groupe *Moody's Corporation*.

Nous voyons très clairement que les deux filiales de *Moody's Corporation* ont permis au groupe de se développer en terme d'expertise mais aussi financièrement ; ce qui lui a permis d'acquérir d'autres entreprises spécialisées dans certains domaines comme par exemple le rachat de *Fermat International*.

Concernant Standard & Poor's à présent, l'entreprise fait actuellement partie du groupe McGraw Hill Financial (MHFI)¹¹. Ce groupe est composé de différentes filiales :

- *Standard & Poor's Rating Services* : publie des informations financières sur différents types de produits aux investisseurs de marché. L'entreprise compte

¹⁰ On entend par étranger, le monde entier hors États-Unis.

¹¹ McGraw Hill Financial est un groupe américain spécialisé dans la publication de données financières destinées aux investisseurs.

plus de 6000 employés et 1400 analystes à travers 26 pays. (Standard & Poor's Financial Services LLC, 2015)

- *S&P Capital IQ* : est le leader du marché dans la publication de données en temps réel mais aussi d'études et d'analyses financières pour des investisseurs institutionnels, banques de détail, gestionnaires de fortunes, entreprises et universités à travers le monde. 8,000 employés travaillent pour S&P Capital IQ à travers 20 pays dans le monde. (S&P Capital IQ, 2015)
- *S&P Dow Jones Indices* : est le plus grand fournisseur au monde d'indices boursiers. Cette filiale du groupe McGraw Hill Financial calcule plus de 830,000 indices, publie des benchmarks qui servent de base à plus de 620 fonds indiciels cotés¹² contenant des avoirs pour 426 milliards de dollars (USD). (S&P Dow Jones Indices LLC, 2015)
- *Platts* : est le leader dans la publication de données pour les industries de l'énergie, pétrochimiques, métallurgiques, et de l'agriculture. Elle emploie 1,000 employés et possède une quinzaine de bureaux dans le monde dans des villes stratégiques comme New York, Shanghai, Sao Paulo, etc. (Platts, 2015)
- *J.D. Power and Associates* : est une société active dans le marketing. La firme mène des enquêtes auprès des consommateurs quant à leurs satisfaction ou utilisation de produits ou services, et ce pour différents domaines comme l'industrie automobile ou publicitaire par exemple. L'entreprise compte 700 analystes répartis dans 12 bureaux internationaux. (J.D. Power and Associates, 2015)

¹² Un fond indiciel est un fond qui va suivre un indice afin de répliquer au maximum la performance de celui-ci. Il existe deux types de fonds indiciels. Le premier est le fond de placement non coté et le second les ETF (Exchange Trade Fund). Les fonds non cotés sont négociés au jour le jour par l'intermédiaire d'organismes financiers et les fonds cotés se négocient en Bourse. (Trends-Tendance 2014)

Toutefois, dans le cas présent, c'est la filiale *Standard & Poor's Rating Services* qui retient notre attention. En effet, c'est elle qui émet une opinion sur les probabilités de défaut d'un émetteur, c'est-à-dire les notations. Analysons à présent les types de revenus de la filiale comme nous l'avons réalisé précédemment pour les deux filiales de Moody's Corporation.

Tableau 1.2 : types de revenus de Standard & Poor's Rating Service pour la période 2014¹³

(in millions)	Years ended December 31,			% Change	
	2014	2013	2012	'14 vs '13	'13 vs '12
Revenue:					
Transaction	\$ 1,129	\$ 1,035	\$ 903	9%	15%
Non-transaction	1,326	1,239	1,131	7%	10%
Total revenue	\$ 2,455	\$ 2,274	\$ 2,034	8%	12%
% of total revenue:					
Transaction	46%	46%	44%		
Non-transaction	54%	54%	56%		
Domestic revenue	\$ 1,305	\$ 1,214	\$ 1,102	8%	10%
International revenue	\$ 1,150	\$ 1,060	\$ 932	8%	14%
Operating (loss) profit ¹	\$ [583]	\$ 882	\$ 809	N/M	9%
% Operating margin	[24]%	39%	40%		

N/M - not meaningful

1. 2014 includes \$1.6 billion of legal and regulatory settlements and restructuring charges of approximately \$45 million. 2013 includes \$77 million of legal settlements, restructuring charges of approximately \$10 million, and a \$16 million gain on the sale of an equity investment held by CRISIL.

Source : McGraw Hill Financial (2014)

Ce graphe nous indique la nature des profits réalisés par la filiale de MHFI¹⁴. Approximativement 53% de son chiffre d'affaires est réalisé aux États-Unis, les 47% restant proviennent de l'étranger¹⁵. S&P Ratings fait la distinction entre les revenus provenant de transaction et ceux non-transactionnels.

¹³ Le rapport annuel 2014 est le plus récent que nous avons pu nous procurer.

¹⁴ McGraw Hill Financial.

¹⁵ On entend par étranger, le monde entier hors États-Unis.

Selon S&P Ratings, les revenus transactionnels incluent tous les honoraires associés :

- à la notation de tout nouvel instrument financier. (McGraw Hill Financial, 2014).
- à la notation de « *Bank Loan Rating*¹⁶ ». (McGraw Hill Financial, 2014).
- aux analyses simples sur les capacités de remboursement d'entreprises n'ayant pas encore reçu de notation de la part de S&P Ratings Service. (McGraw Hill Financial, 2014).

Les revenus non-transactionnels incluent les honoraires pour les clients actuels, ainsi que la surveillance et la mise à jour des notations. Notons que 46% des revenus sont de sources transactionnelles, contre 56% provenant de sources non-transactionnelles. Comparativement à 2013, le chiffre d'affaires de 2014 a considérablement augmenté. On note une augmentation de 94 millions¹⁷ pour les revenus domestiques et une augmentation de 90 millions¹⁸ pour les revenus internationaux. Cela confirme la supériorité des « Big Three » ainsi que leur croissance que nous avons mis en avant.

Abordons à présent plus en détail le développement du groupe Fitch. En terme de parts de marché, c'est l'agence de notation la moins importante des « Big Three ». Cependant, depuis plusieurs années il y a une volonté certaine de faire grimper Fitch au rang des agences Moody's et Standard & Poor's : « *Following the merger, the challenge was to raise Fitch-IBCA to a position alongside Moody's and Standard & Poor's, the two U.S.-based agencies that dominated the global market* ». (Fimalac, 2015)

En 1998, Fitch fusionne avec ICBA¹⁹ formant Fitch-ICBA, et passe sous le contrôle du holding français Fimalac. Les profits augmentent de 156 millions à 172 millions²⁰ après la fusion pour 750 employés. Il s'en suit une série de rachats sous l'impulsion de Marc Ladreit

¹⁶ *Bank Loan Rating* correspond à une notation donnée aux services bancaires et prêts accordés par une banque, cela mesure leur exposition au risque. (CRISIL, 2010)

¹⁷ Exprimé en dollars américains (USD).

¹⁸ Id.

¹⁹ *International Bank Credit Analysis Limited*.

²⁰ Exprimé en dollars américains (USD).

de Lacharrière²¹. En avril 2000, Fimalac prend le contrôle de *Duff & Phelps*²² via une offre publique d'achat à la bourse de New-York, la position de Fitch se renforce rapidement. (The New York Times Company, 2000)

Toujours dans cette logique de croissance, Marc Ladreit de Lacharrière convainc *Thomson Financial Services* de lui céder sa filiale *BankWatch Subsidiary*²³. Par la suite, la filiale Fitch Ratings fût créée et devint la troisième agence de notation financière du marché avec 1,250 employés à travers le monde et plus de 300 millions²⁴ de revenus. (Fimalac, 2015)

Le groupe Fitch se compose de plusieurs filiales :

- *Fitch Ratings* : créée début des années 2000, elle fournit son opinion aux investisseurs quant aux risques crédit des émetteurs sur les marchés financiers. (Fitch Ratings, 2015)
- *Fitch Solutions* : créée en 2008, elle met à disposition des investisseurs une série d'outils analytiques et de données de marché. Elle propose également les notations et données financières via différents supports en fonction des besoins des investisseurs. (Fitch Ratings, 2015)
- *Fitch Learning* : créée en 2013, elle propose des formations afin de répondre aux besoins de leurs clients et ce pour diverses industries. (Fitch Ratings, 2015)
- *Business Monitor International Research* : rachetée en 2014 par le groupe Fimalac, cette filiale publie des analyses et prévisions avancées en liens avec les différentes industries qui composent les marchés financiers. (Business Monitor International a Fitch Group Company, 2015)

²¹ Fondateur et PDG de Fimalac.

²² Duff & Phelps est considéré à l'époque comme la quatrième agence la plus importante du marché.

²³ BankWatch Subsidiary est considérée à l'époque comme la cinquième agence la plus importante du marché.

²⁴ Exprimé en dollars américains (USD).

Grâce à ces différentes créations, acquisitions et fusions, l'objectif est atteint. Le Groupe Fitch devient le 3^{ème} acteur le plus important sur le marché des agences de notation financière. Fimalac détient alors 50% du groupe Fitch à parts égales avec le Groupe Hearst²⁵. Le 12 mars 2015, Fimalac cède 30% de ses parts au groupe Hearst pour la somme de 1,97 milliards²⁶ (Bloomberg L.P., 2014). Fimalac devient alors actionnaire du groupe Fitch à hauteur de 20% (voir annexe 1.1).

Nous avons vu tout au long de cette section, comment ont évolué les trois agences de notation Moody's, Standard & Poor's et Fitch mais aussi, comment elles sont devenues si importantes à l'heure actuelle, d'où leur appellation « Big Three ». Dans la section suivante, nous analyserons les parts de marché de chacune d'entre elles.

1.e. Statistiques et parts de marché (S&P, Moody's et Fitch), situation d'oligopole ?

Dans cette section, nous tenterons de déterminer si l'on fait face à une situation de marché oligopolistique ou non. Commençons par analyser différentes définitions d'un marché oligopolistique.

Définitions :

- « Marché dans lequel il n'y a qu'un petit nombre de vendeurs, en principe de grande dimension, en face d'une multitude d'acheteurs. » (Larousse, n.d.)
- Un oligopole est un marché où : « il y a souvent un certain nombre de concurrents sur le marché, mais pas un nombre suffisant pour considérer que chacun d'eux a un effet négligeable sur le prix. » (Varian H., p.552, 2011)
- « *Oligopoly is a form of market organization in which there are a few sellers selling homogeneous or differentiated products.* » (Dwivedi D., p.383, 2006)

²⁵ Hearst Corporation est une multinationale américaine active dans les médias. Elle emploie plus de 20,000 employés et son chiffre d'affaires annuel dépasse les 9 milliards de dollars américains (USD). (Hearst Communications Inc., 2015)

²⁶ Exprimé en dollars américains (USD).

Retenons de ces différentes définitions trois caractéristiques : il faut un marché avec **peu de vendeurs** proposant des **produits ou services similaires** à un **nombre élevé d'acheteurs**.

Face à ces trois conditions, nous pouvons déjà faire le rapprochement avec les agences de notation. Elles proposent toutes des produits similaires, c'est-à-dire une opinion sur les capacités de remboursement d'un émetteur. Le nombre d'acheteurs est très élevé, il s'agit de tous les investisseurs actifs ou souhaitant être actifs sur les marchés financiers. Dans notre cas présent, deux conditions pour qu'un marché soit défini comme étant de nature oligopolistique sont déjà réunies. Maintenant que nous avons défini clairement les caractéristiques d'un marché à caractère oligopolistique, nous allons nous pencher sur le rapport²⁷ annuel de la SEC²⁸ portant sur les agences de notation. Nous avons extrait certains graphes et tableaux du rapport qui nous permettent de mieux analyser la situation du marché à l'heure actuelle.

²⁷ La période d'analyse s'étend du 26 juin 2013 au 25 juin 2014.

²⁸ *Securities and Exchange Commission*. La SEC est une agence gouvernementale américaine qui a pour objectif de renforcer les lois en vigueur sur les marchés financiers, contrôler les marchés mais aussi proposer de nouvelles régulations par exemple.

Tableau 1.3 : nombre de notations émises par catégorie pour la période allant du 1 janvier 2013 ou 31 décembre 2013²⁹

NRSRO	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government Securities	Total Ratings
A.M. Best	N/R	4,492	1,653	56	N/R	6,201
DBRS	13,624	150	3,790	10,706	16,038	44,308
EJR	104	46	877	N/R	N/R	1,027
Fitch	49,821	3,222	15,299	53,612	204,303	326,257
HR Ratings	N/R	N/R	N/R	N/R	189	189
JCR	150	27	463	N/R	56	696
KBRA	15,982	44	2,749	1,401	25	20,201
Moody's	53,383	3,418	40,008	76,464	728,627	901,900
Morningstar	N/R	N/R	N/R	11,567	N/R	11,567
S&P	59,000	7,200	49,700	90,000	918,800	1,124,700
Total	192,064	18,599	114,539	243,806	1,868,038	2,437,046

Source: NRSRO annual certifications for the calendar year ended December 31, 2013, Item 7A on Form NRSRO

*N/R indicates that the NRSRO is not registered for the rating category indicated.

Source : SEC (2014)

Le premier constat que l'on peut faire lorsque l'on analyse ce tableau, c'est que les trois agences Moody's, S&P et Fitch sont dominantes sur ce marché. En effet, ces trois agences émettent 96,55% des notations sur le marché. On peut clairement exprimer qu'il s'agit d'une domination du marché mais constatons qu'elles n'ont pas toutes la même envergure.

Moody's, S&P et Fitch émettent respectivement 37%, 46,16%, 13,39% des notations sur le marché pour l'année 2013. Toutefois en 2007, ces trois agences émettaient 98,8% des notations, on remarque une légère diminution de 2,25% mais qui reste mineure comparativement au taux d'émission de 96,55% pour l'année 2013. Les « Big Three » dominant le marché en quantité totale de notes émises mais aussi par catégorie, excepté pour les compagnies d'assurance où nous avons une agence de notation qui se retrouve en seconde

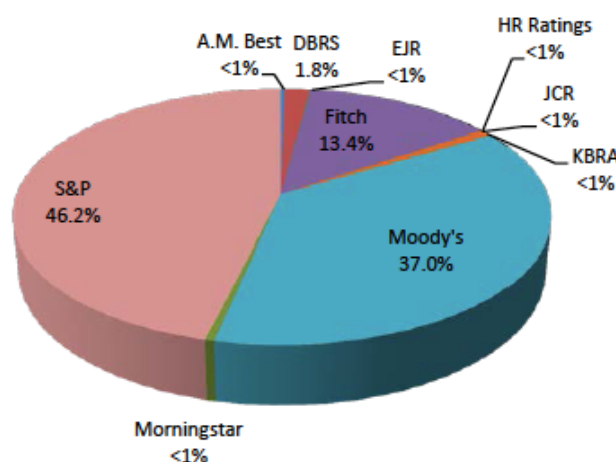
²⁹ NRSRO signifie « *Nationally recognized statistical rating organization* ». Il s'agit de toutes les agences de notation qui se sont enregistrées et qui ont été reconnues par la SEC (*Securities Exchange and Commission*). Il s'agit d'une accréditation, les agences accréditées sont alors utilisées comme benchmark par les états ou les investisseurs, c'est un gage de qualité.

position. L'agence A.M. Best³⁰ émet 24,15% des notes pour cette industrie, contre 17,32% pour Fitch et 18,38% pour Moody's, S&P reste le leader dans cette industrie avec 38,71% des notes émises.

Le graphe suivant reflète de façon encore plus intuitive la supériorité des trois agences de notation, et montre à quel point les autres agences ont très peu de place et semblent n'avoir aucune influence. A l'opposé, les trois agences semblent avoir de l'influence. En effet, comme nous l'avons évoqué précédemment, elles émettent plus de 96,55% des notations en 2013, nous pouvons faire le rapprochement avec la définition du Larousse qui dit « marché dans lequel il n'y a qu'un petit nombre de vendeurs, en principe de grande dimension, en face d'une multitude d'acheteurs » (Larousse, n.d.).

Nous arrivons à la conclusion que la situation de marché actuelle se rapproche d'un marché à caractère oligopolistique aux vues des différents éléments qui convergent en ce sens. Les statistiques par industrie sont disponibles dans l'annexe 1.3 sous forme de graphes.

Graphe 1.4 : parts de marché des différentes agences de notation actives sur le marché

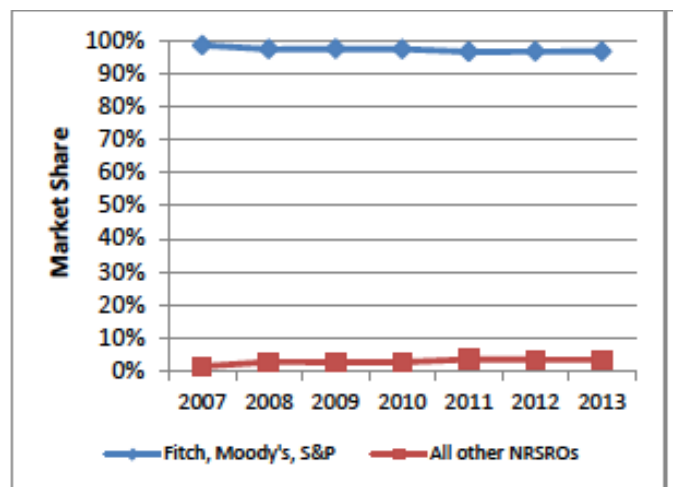


Source : SEC (2014)

³⁰ A.M. Best est une agence de notation financière fondée en 1899 par Alfred M. Best. Cette agence s'est spécialisée dans l'industrie de l'assurance.

Le graphe 1.5 est intéressant dans la mesure où il nous montre une évolution dans le temps. On note une tendance à la baisse quant aux parts de marché des « Big Three » depuis 2007. Cela s'explique notamment par les régulations mises en place par la SEC, qui imposent à certains émetteurs de faire appel à des agences de notation ayant moins de 10% de part de marché.

Graphe 1.5 : évolution des parts de marché, entre 2007 et 2013, des agences de notation
Moody's, Fitch et S&P comparativement aux autres agences NRSROs



Source : SEC (2014)

Notons que le marché est en croissance. Les « Big Three » se développent comme nous avons pu le constater, de même que les autres petites agences comme le montre le graphe 1.5. Une statistique intéressante concerne le nombre d'analystes employés par les agences de notation. Notons d'abord les deux raisons pour lesquelles une agence décide d'augmenter le nombre d'analystes : la première est que l'entreprise décide de rentrer sur un nouveau marché et la seconde est lorsqu'elle décide d'augmenter le volume de ses notations. (SEC, 2014)

Tableau 1.4 : nombre d'analystes employés par agence de notation au 31 décembre 2010,
2011, 2012, 2013

NRSRO	2010	2011	2012	2013	Percentage increase (decrease) 2012-2013	Percentage increase (decrease) 2010-2013
A.M. Best	120	123	126	123	(2.4%)	2.5%
DBRS	75	97	93	98	5.4%	30.7%
EJR	5	5	5	7	40.0%	40.0%
Fitch	1,049	1,096	1,092	1,102	0.9%	5.1%
HR Ratings	--	--	29	34	17.2%	N/A
JCR	57	57	59	57	(3.4%)	0.0%
KBRA	9	22	37	58	56.8%	544.4%
Moody's	1,088	1,124	1,123	1,244	10.8%	14.3%
Morningstar	17	26	22	30	36.4%	76.5%
S&P	1,345	1,416	1,436	1,465	2.0%	8.9%
Fitch, Moody's, and S&P	3,482	3,636	3,651	3,811	4.4%	9.4%
All Other NRSROs	283	330	371	407	9.7%	43.8%
Total	3,765	3,966	4,022	4,218	4.9%	12.0%

Source : SEC (2014)

Entre 2010 et 2013, notons que la croissance moyenne du volume d'analystes sur le marché est de 12% pour la période allant de 2010 à 2013, le marché croît à un taux annuel compris entre 3,5% et 5%. Dans le cas présent, deux chiffres sont intéressants pour notre analyse, nous les avons surlignés en couleur jaune. Sur une période de quatre années, Moody's, S&P et Fitch ont enregistré une augmentation de 9,4% du nombre d'analystes travaillant pour eux. Alors que pour la période identique, le reste des agences de notation ont enregistré une hausse de 43,8% du nombre d'analystes.

Il y a une tendance de croissance à la hausse pour le marché. Notons que l'augmentation des « petites » agences est plus de 4,5 fois importante que celle enregistrée par les « Big Three » (SEC, 2014). Nous voyons qu'il existe une croissance au sein des agences détenant des parts de marché plus faibles, cependant à l'heure actuelle les trois agences Moody's, S&P et Fitch ont toujours une taille bien supérieure aux autres agences.

Le tableau suivant nous montre toutes les acquisitions réalisées par les trois grandes agences de notation. Durant huit années, les trois grandes agences de notation ont réalisé plus de 31 acquisitions à elles trois. Cela reflète ce que nous avons mis en avant précédemment, les agences dominant davantage le marché et renforcent leur supériorité grâce à ces différentes

acquisitions et fusions. Et ce, notamment à cause d'un manque de régulation sur le marché des notations, comme avec le rachat de KMV que nous aborderons dans la seconde partie.

Tableau 1.5 : principales acquisitions de Moody's, Fitch Ratings et Standard & Poor's entre 2000 et 2008

Année de l'acquisition	Agence acquise (nationalité)	Agence prédatrice
2000	Duff & Phelps (États-Unis)	Fitch IBCA
2000	Thomson Financial BankWatch (Canada)	Fitch IBCA
2000	AMR (France)	Fitch IBCA
2000	Crowe, Chizek & Company LLP (États-Unis)	Moody's
2000	Canadian Bond Rating Service (Canada)	S&P
2001	Central European Rating Agency (Pologne)	Fitch
2001	Magister (Argentine)	Moody's
2001	Charter Research (États-Unis)	S&P
2002	Credit Ratings System (États-Unis)	Fitch
2002	KMV (États-Unis)	Moody's
2003	Atlantic Rating (Brésil)	Fitch
2004	Interfax Rating Agency (Russie)	Moody's
2004	Capital IQ (États-Unis)	S&P
2005	Algorithmics (Canada)	Fitch
2005	ValuSpread (Grande-Bretagne)	Fitch
2005	Economy.com (États-Unis)	Moody's
2005	Assirt Research (Australie)	S&P
2005	CRISIL (Inde)	S&P
2005	Taiwan Ratings (Taïwan)	S&P
2006	Reoch Credit Ltd (Grande-Bretagne)	Fitch
2006	CRA Rating (République tchèque)	Moody's
2006	Wall Street Analytics (États-Unis)	Moody's
2007	GSCS (Dubai)	Fitch
2007	PT Kasnic Credit Rating Indonesia (Indonésie)	Moody's
2007	CA-Ratings (Afrique du Sud)	Moody's
2007	Imake Consulting (États-Unis)	S&P
2007	ABSXchange (États-Unis)	S&P
2007	ClariFi (États-Unis)	S&P
2008	BQuotes (États-Unis)	Moody's
2008	Fermat International (Belgique)	Moody's
2008	Enb Consulting (Grande-Bretagne)	Moody's

Source : Gaillard (2010)

Après analyse de différentes définitions, nous avons mis en avant trois caractéristiques d'un marché à caractère oligopolistique : **peu de vendeurs, produits ou services similaires et un nombre élevé d'acheteurs.**

Dans le cas présent, il existe peu d'agences de notation et surtout, trois d'entre elles contrôlent plus de 96% du marché. Elles proposent toutes des services identiques avec toutefois des différences en fonction des industries, certaines sont plus actives dans l'industrie des assurances par exemple comme A.M. Best et d'autres dans l'industrie des institutions

financières comme KBRA³¹ par exemple avec 8,3% des notations émises pour ce secteur. Enfin, le nombre d'acheteurs est très élevé sur ce marché, il s'agit en effet de tous les investisseurs actifs ou souhaitant investir. Compte tenu de notre analyse basée sur le rapport annuel de la SEC et le tableau des acquisitions réalisées par les agences Moody's, S&P et Fitch, notre intuition confirme notre interrogation de départ : le marché des notations est-il oligopolistique ? Selon nous, oui.

Certains auteurs vont dans le même sens que notre conclusion. En effet, Bruno Colmant³² dans son livre intitulé « Les agences de notation financière : entre marchés et états », écrit ceci : « l'oligopole des agences de notation est sans doute le meilleur mal obligé en ce qu'il impose la rigueur professionnelle, tout en maintenant des barrières à l'entrée dont l'abandon forcé perturberait les marchés. » (Colmant, 2013, p. 136)

Tout se base sur la réputation des agences. Nous avons abordé ce sujet au début de ce mémoire, le capital réputationnel inclut la variable confiance. La décision d'investir sur un marché est importante. Prenons l'exemple d'une personne souhaitant investir une partie de ses économies sur les marchés financiers afin de bénéficier d'un complément à sa retraite. Si la personne n'a que peu de connaissance du fonctionnement des marchés, il se fiera aux informations qui lui sont fournies.

C'est là que réside la structure oligopolistique. C'est la puissance des trois agences Fitch, Moody's et S&P qui font leur réputation, c'est crucial pour un marché où les décisions d'investissement se font partout à travers le monde. La question à se poser est simple : en tant qu'investisseur, à qui ferai-je le plus confiance si je devais investir sur les marchés financiers ? Soit à une agence internationalement connue ou bien à une petite structure peu connue ? La réponse semble claire, la majorité si pas tout le monde préférera se fier à une agence connue ayant de l'expérience. Notons également que toutes les fusions et acquisitions réalisées par les agences ont permis à celles-ci d'augmenter leur savoir-faire et leur champ de compétence, et par conséquent leur réputation.

³¹ Kroll Bond Rating Agency : est une agence de notation financière fondée en 2010, elle est spécialisée dans la notation des institutions financières. (Kroll Bond Rating Agency, 2015)

³² Bruno Colmant est docteur en sciences de gestion (ULB), Professeur à Vlerick Business School, à la Louvain School of Management (UCL), à l'ICHEC et à l'université de Luxembourg. Membre de l'Académie Royale de Belgique. (Larcier, 2013)

Cette réputation renforce les barrières à l'entrée sur le marché pour de nouveaux arrivants. Même si les instances de régulation venaient à démanteler la position dominante des trois agences de notation Moody's, S&P et Fitch, cette solution ne serait pas soutenable à long terme. Aucun opérateur n'arriverait à s'imposer dû à ce manque de crédibilité et de réputation. (Colmant, 2013)

Néanmoins, il existe une concurrence entre les agences de rating profitable aux émetteurs de dettes obligataires. Une étude³³ menée en 1998 par Reinebach, A. (1998) a montré l'impact d'une troisième agence de notation sur le spread de crédit³⁴ d'une obligation.

L'étude a analysé 225 obligations entre 1991 et 1995 notées par Fitch, Moody's et S&P. Il a démontré que pour une obligation ayant obtenu une note identique émanant de Moody's et S&P ; une note supérieure de la part de Fitch provoquait un impact à la baisse sur le spread de crédit. Par exemple, une obligation notée Baa2 par Moody's et BBB par S&P (notes équivalentes, nous expliquerons en détail le système de notation dans la section « i ») et qui a obtenu une note supérieure de la part de Fitch aura un spread plus faible de 23 points de base³⁵. Pour une obligation notée B2/B, une troisième note plus élevée diminue le spread de crédit de 86 points de base.

L'étude démontre qu'au plus faible est la note accordée par Moody's et S&P à une obligation, au plus l'effet de la note de Fitch sera important sur le spread de crédit. En conclusion, l'étude a démontré que l'intervention et la concurrence d'une troisième agence de notation, dans ce cas-ci Fitch, sur le marché a pour impact de diminuer les spreads de crédit et ainsi diminuer le coût du capital pour l'émetteur d'une obligation. (Langohr, H. & Langohr, P., 2008)

À l'heure actuelle où le marché des notations financières est oligopolistique, il y a cependant une compétition favorable aux émetteurs d'obligations qui permet de diminuer le coût du capital dans certains cas, comme l'étude de Reinebach (1998) l'a démontré. En conclusion, malgré que de nouvelles agences ont été reconnues par la SEC et sont à présent

³³ « *Study shows third rating shrinks spreads.* » Reinebach, A. (1998).

³⁴ Le spread de crédit correspond à l'écart entre le taux actuariel d'une obligation d'état considérée comme sans risque et le taux d'une obligation émise par une entreprise (en considérant que les deux obligations ont les mêmes caractéristiques). Le spread de crédit matérialise la prise de risque de l'investisseur.

³⁵ Un point de base équivaut à un centième de pourcent où 100 points de base correspondent à 1%.

actives sur le marché, celles-ci restent très minoritaires et ont du mal à s'imposer sur ce marché dû à la position dominante de Moody's, S&P et Fitch.

1.f. Ratings shopping

Le « ratings shopping », littéralement faire du shopping de rating signifie qu'un émetteur choisit la note la plus élevée parmi celles octroyées par les agences de notation. La situation de « shopping rating » est simple et fait sens : pour un émetteur au plus haut sera la note accordée, au plus faible sera le risque crédit reflété par la note. Ainsi, plus d'investisseurs seront attirés par le titre de dette émis et le coût de financement sera plus faible pour l'émetteur. Si un émetteur se rend chez une agence pour obtenir une notation et qu'il juge qu'elle est trop faible alors il préfère se rendre auprès d'une autre agence lui offrant une note plus élevée.

Ce phénomène est rendu possible à cause de la structure oligopolistique du marché des agences de notation et du modèle « émetteur-payeur ». En effet, c'est l'émetteur qui va rémunérer l'agence pour la notation qu'elle va lui accorder, par conséquent l'émetteur est libre de choisir l'agence qui lui accordera la note. Ensuite, la structure oligopolistique fait interagir plusieurs agences sur un même marché, un émetteur a alors la possibilité de faire appel à d'autres agences. Si nous étions en présence d'un monopole, cette situation de « ratings shopping » n'existerait plus, les émetteurs seraient obligés de faire appel à une seule agence dans le cas où ils souhaiteraient bénéficier d'une notation.

Ce phénomène est accentué par le fait que les agences souhaitent maintenir et acquérir des parts de marché toujours plus importantes. Cela a pour conséquence la sous-estimation des notations par les agences, en particulier sur le marché de la titrisation (nous en discuterons à la section suivante). En tant qu'agence, si je note un émetteur trop faiblement alors je prends le risque de perdre un client car il pourrait aller voir une autre agence. Les agences auront tendance à surévaluer les notations par crainte de perdre des parts de marché. En 2007, dans une interview de 2007, Brian Clarkson³⁶ dit : « *there is a lot of rating shopping that goes on [...] What the market doesn't know is who's seen" certain transactions but wasn't hired to rate those deals* » (The Wall Street Journal, para.8, 2008).

³⁶ Brian M. Clarkson a été le *chief executive officer* de Moody's Investor Services jusqu'au 7 août 2007.

En 2008, un accord est conclu entre les agences de notation et Andrew Cuomo³⁷. Cet accord a pour principe que le paiement de la part de l'émetteur doit précéder la divulgation des notes octroyées par les agences. Ainsi, le paiement ne serait pas dépendant de la note attribuée à l'émetteur et cela permettrait de diminuer le mécanisme de « rating shopping ». Nous disons bien diminuer et non éliminer, car rien n'empêche un émetteur de tout de même se rendre dans une autre agence afin d'obtenir une note supérieure. Mais le principe mis en place en 2008 permet d'augmenter les coûts pour l'émetteur si il souhaite se voir attribuer une note par une autre agence.

Selon Mikael Petitjean³⁸, une solution envisageable serait la divulgation publique des notes. Toutefois, cela ne serait pas la solution qui permettrait d'éliminer le « rating shopping » car les émetteurs pourraient toujours discuter de façon officieuse avec les agences, et ainsi se mettre d'accord au préalable sur une note convenant aux deux parties.

1.g. La titrisation d'actifs

La titrisation est une technique financière qui consiste à transformer des créances, prêts non-liquides en valeurs mobilières liquides sur le marché (Gaillard, 2010). La banque qui avait octroyé ces prêts et créances regroupe tous ces titres dans un pool commun et ensuite les revend à une société ad hoc qui se financera par l'émission de titres adossés à ces actifs (Gaillard, 2010). Ce pool commun sera vendu comme SPV (*Special Purpose Vehicle*). Cette technique de titrisation permet aux banques de sortir les créances de leurs bilans afin de se conformer aux réglementations en vigueur, comme celles imposées par le Comité de Bâle. Mais cela permet également aux investisseurs d'investir dans un choix d'actifs plus large que ceux proposés traditionnellement sur les marchés.

³⁷ Andrew Cuomo est l'actuel gouverneur de New York et anciennement procureur général de l'état de New York.

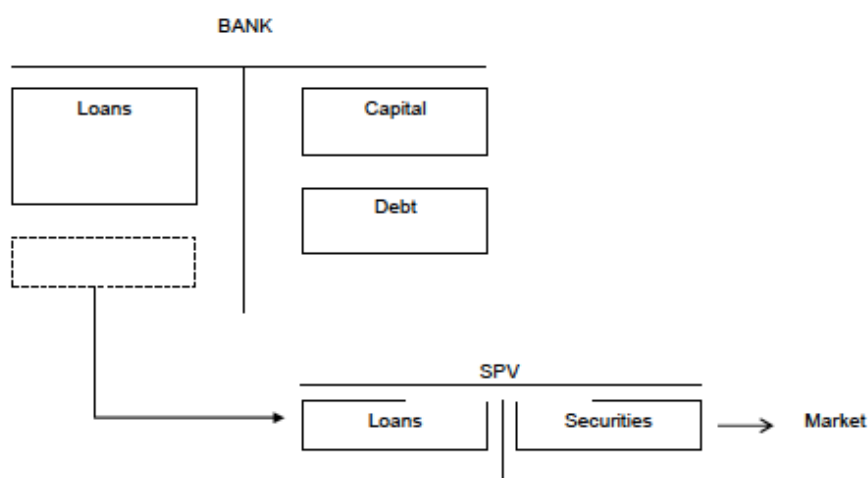
³⁸ Mikael Petitjean est professeur de finance à la Louvain School of Management, Université catholique de Louvain.

Il existe différents types de produits structurés :

- *ABS (asset-backed securities)* : les titres adossés sont des actifs tels que des prêts étudiants, prêts automobiles, prêts sous forme de cartes de crédit, etc (Gaillard, 2010) ;
- *CMBS (commercial mortgage-backed securities)* : les titres adossés sont des emprunts hypothécaires de nature commerciale (Gaillard, 2010) ;
- *RMBS (residential mortgage-backed securities)* : les titres adossés sont des emprunts hypothécaires résidentiels (Gaillard, 2010) ;
- *CDO (collateralised debt obligations)* : les titres adossés sont des obligations d'entreprise ou bancaires (Gaillard, 2010) ;
- *CDO-squared* : les titres adossés sont des *CDO* (Gaillard, 2010).

« Ces titres négociables sont ensuite découpés en tranches qui sont hiérarchisées en fonction de leur risque et de leur rendement : c'est le processus de structuration » (Aglietta, 2008)

Graphe 1.6 : titrisation d'actifs



Source: Henrard (2014)

Comme nous l'avons évoqué au point précédent, le phénomène de « ratings shopping » a été d'autant présent sur le marché des titrisations d'actifs, et ce pour plusieurs raisons comme nous l'explique Mikael Petitjean (2012). En effet, depuis plusieurs années le marché de la titrisation est en pleine expansion, les agences de notation souhaitent capter le maximum de parts de marché. De plus, le nombre d'émetteurs sur le marché de la titrisation est plus faible, le rapport de force est en faveur des émetteurs qui savent que les agences veulent maximiser leurs parts de marché, par conséquent celles-ci auront donc tendance à surévaluer les notations par peur de perdre leurs clients. Un autre élément important concernant le marché de la titrisation est sa complexité. Ce dernier demande un niveau d'expertise important et des conseils réguliers en la matière. C'est donc une source de revenus importante, la notation liée aux produits structurés représente près de 50% du chiffre d'affaires des « Big Three » juste avant la crise des subprimes. (Petitjean, 2012)

Concernant la notation des produits structurés, elle ne varie que peu par rapport aux autres domaines de la notation. Toutefois, nous relevons une différence majeure : il s'agit du moment de l'évaluation. En effet, dans les autres domaines de notation, toutes les analyses quantitatives et qualitatives de l'émetteur se font *ex-post*, la note sera donc accordée après émission du titre de dette sur les marchés. Alors que dans le domaine de la titrisation, l'évaluation se fait *ex-ante*. La société ad hoc qui met en place la technique de titrisation et qui revend les titres sous formes de tranches, émet le souhait d'obtenir une note pour son futur montage, par exemple AAA. Par la suite, l'agence de notation en charge de la notation évaluera si la note souhaitée correspond avec le montage de titrisation mis en place. (Paget-Blanc et Painvin, 2007)

En Europe et en Asie, ce pool commun créé par la société ad hoc devra être nôté par une agence de notation accréditée. En effet, en Europe et en Asie il n'existe pas d'agence telles que la FNMA³⁹, GNMA⁴⁰ ou FHLMC⁴¹. Ces différentes agences permettent de sécuriser les pools communs créés par les différentes sociétés ad hoc. Concernant la notation de ces pools, les agences utilisent des approches différentes. (Henrard, 2014).

³⁹ *Federal National Mortgage Association.*

⁴⁰ *Government National Mortgage Association.*

⁴¹ *Federal Home Loan Mortgage Corporation.*

Standard & Poor's, ainsi que Fitch utilisent une approche intitulée *weakest link approach*, c'est une approche prudentielle : si toutes les entités se trouvant derrière le pool commun sont notées AAA mais qu'une entité est notée AA, alors ce pool sera noté AA. La notation sera définie par le maillon le plus faible du pool. (Henrard, 2014 ; Krebsz, 2011)

L'agence Moody's quant à elle, utilise la méthode *just probability approach*. Cette approche est moins prudentielle, par exemple un pool pourra être noté AAA même lorsque deux entités sont notées AA. L'intuition derrière cette approche est la suivante : la probabilité que les deux entités fassent défaut en même temps est très faible. (Henrard, 2014) (Voir annexe 1.11 pour la liste de paramètres influençant la notation.)

Nous verrons également, dans la seconde partie de ce mémoire, que la méthodologie utilisée par les agences afin de quantifier le risque des produits structurés s'est montrée inadéquate.

1.h. Rôles sur les marchés financiers

Quel est le rôle des agences de notation sur les marchés ? Qu'est-ce qu'une notation ? Analysons plusieurs définitions, provenant de sources diverses afin d'en tirer les éléments essentiels à la compréhension de leurs rôles. Voyons en premier lieu, les fonctions des agences telles que définies par Moody's, S&P et Fitch.

Tableau 1.6 : définitions de la fonction de notation par les « Big Three »

Fitch	"Credit ratings express risk in relative rank order, which is to say they are ordinal measures of credit risk and are not predictive of a specific frequency of default or loss. Fitch Ratings' credit ratings do not directly address any risk other than credit risk, ratings do not deal with the risk of a market value loss on a rated security due to changes in interest rates, liquidity and other market considerations"
Moody's	"There is an expectation that ratings will, on average, relate to subsequent default frequency, although they typically are not defined as precise default rate estimates. Moody's ratings are therefore intended to convey opinions of the relative creditworthiness of issuers and obligations...Moody's ratings process also involves forming views about the likelihood of plausible scenarios, or outcomes—not forecasting them, but instead placing some weight on their likely occurrence and on the potential credit consequences. Normal fluctuations in economic activity are generally included in these scenarios, and by incorporating our views about the likelihood of such scenarios, we give our ratings relative stability over economic cycles and a sense of horizon."
Standard & Poor's	"Standard & Poor's credit ratings are designed primarily to provide relative rankings among issuers and obligations of overall creditworthiness; the ratings are not measures of absolute default probability. Creditworthiness encompasses likelihood of default and also includes payment priority, recovery, and credit stability"

Source : FMI (2010)

« Les agences de notation (ou de rating) évaluent la solvabilité des emprunteurs, c'est-à-dire leur capacité à honorer leurs dettes. Elles jouent donc un rôle essentiel dans l'information des créanciers et l'accès au capital sollicité par les entreprises et les états. » (Colmant, 2013, p. 135)

« Les notations financières des agences sont des opinions indépendantes. » (Gaillard, 2010, p. 16)

« The purpose of rating agencies is viewed as providing information about the amount of credit that can be extended to a party without undue risk » (Partnoy, 1999, p. 635)

Selon le règlement 1060/2009 art. 3, §1, « Une notation financière (ou note) est l'opinion indépendante d'une agence de notation sur la capacité d'un émetteur, privé ou public, à rembourser sa dette. » (Cité par Weemaels, 2013, p. 65)

« Un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette, ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d'un émetteur d'une telle dette ou obligation financière, d'un tel titre de créance, de telles actions privilégiées ou d'un tel instrument financier » (Union européenne, 2009, art. 3, §1)

« Les agences de notation sont des institutions privées dont le travail consiste à évaluer la capacité de remboursement d'états et de sociétés privées qui décident de s'endetter sur les marché de capitaux en émettant des titres de la dette à court ou long terme. » (Petitjean, 2012, p. 1)

« The purpose of credit rating agencies is to help pierce the fog of asymmetric information by offering judgments –they prefer the term « opinions » - about the credit quality of bonds that are issued by corporations, U.S. state and local governments, « sovereign government issuers of bonds abroad, and (most recently) mortgage securitizes. » (White, 2010b, p. 212)⁴²

⁴² Laurence J. White est professeur d'économie à la Stern School of Business, New York University.

Selon le FMI : « *CRA*s essentially provide two services. First, they offer an independent assessment of the ability of issuers to meet their debt obligations, thereby providing « information services » that reduce information costs, increase the pool of potential borrowers, and promote liquid markets. Second, they offer « monitoring » through which they influence issuers to take corrective actions to avert downgrades via « watch » procedures. » (cité par Amtenbrink et de Haan, 2011, p. 1)

Plusieurs éléments ressortent de toutes ces définitions. Nous sommes d'accord de dire que les agences de notation fournissent de l'information aux investisseurs et ce dû à l'asymétrie de l'information présente sur le marché (voir section « k »). L'accent est souvent mis sur le terme « opinion », les agences émettent un avis sur la qualité de l'émetteur mais en aucun cas elles n'imposent tel ou tel émetteur. Les agences ont souvent tendance à rappeler qu'elles ne sont pas responsables des décisions prises par les investisseurs afin de se décharger de toute responsabilité, mais qu'elles émettent simplement une opinion.

Au fil du temps, le rôle des agences de notation a légèrement évolué, pour se concentrer sur un élément principal : la probabilité de défaut de l'émetteur. Lors de l'édition du premier manuel de l'investisseur par John Moody, deux caractéristiques principales s'y retrouvent : la **solvabilité** et la **liquidité**. La liquidité représente la facilité et la rapidité à laquelle un titre est échangé sur un marché. La solvabilité de l'émetteur représente la capacité de l'émetteur à honorer ses dettes.

Des années plus tard, lorsqu'il publie un manuel évaluant la solvabilité des obligations souveraines, il n'est plus question de liquidité dans son approche. Il se concentre sur la solvabilité de l'émetteur. Au fur et à mesure, cette caractéristique devient l'élément clé des notations émises par les agences. La solvabilité représente la probabilité de défaut de l'émetteur. (Gaillard, 2010)

Selon Norbert Gaillard, le défaut se caractérise : soit par « l'absence ou le retard de paiement des intérêts ou du principal d'une dette », soit par « la modification des termes du contrat conduisant le débiteur à réduire la valeur des obligations émises, à en allonger la maturité ou à en réduire le taux d'intérêt. » (Gaillard, 2010, p. 17)

« Le rating des agences de notation reflète uniquement le risque de crédit (probabilité de défaut de l'émetteur), les autres risques comme le risque de liquidité ou le risque de marché ne sont pas compris dans les notes émises par les agences de notation⁴³ » (Amttenbrink et de Haan, 2011, p. 3). Ceci confirme les propos de Norbert Gaillard sur la probabilité de défaut.

Selon Norbert Gaillard, les agences attribuent aujourd'hui trois types de notes :

- la note d'émetteur qui mesure la capacité d'un émetteur à honorer ses dettes (Gaillard, 2010) ;
- la note d'émission qui correspond à une obligation en particulier. Il est donc possible qu'un émetteur ait émis plusieurs obligations et chacune ayant obtenues des ratings différents (Gaillard, 2010) ;
- la note de recouvrement qui elle mesure le risque de non-recouvrement associé à un titre (Gaillard, 2010).

En conclusion, le rôle des agences de notation est de délivrer une opinion indépendante concernant les capacités d'un émetteur à rembourser ses dettes. Il s'agit d'opinions et non de recommandations, les agences ne sont pas sans failles et ne cessent de le rappeler. Comme le rappellent Paget-Blanc et Painvin (2007), « les notes sont en effet un facteur essentiel de détermination des marges ou spreads obligataires, qui sont fonction du risque de crédit encouru par l'investisseur ». L'investisseur a accès à cette information délivrée par les agences, ensuite c'est-à-lui de décider l'usage qu'il en fera. Par conséquent, chaque investisseur est maître de ses actions.

1.i. Fonctionnement

Les notes des agences de notation sont formulées sous forme de lettres alphabétiques. Chaque agence a son propre système, néanmoins on y retrouve une cohérence parmi les systèmes propres aux agences de notation. Cette cohérence entre les systèmes de notation des

⁴³ Citation originale anglaise : « A rating only refers to the credit risk ; other risks, like market risk (the risk due to the unfavorable movements in market price) or liquidity risk (the risk that a given security or asset cannot be traded quickly enough in the market to prevent a loss) are not covered ». (Amttenbrink et de Haan, 2011, p. 3)

agences est importante car elle permet à l'investisseur de garder certains repères et de rendre plus facile ses décisions d'investissement.

En effet, si les notes attribuées étaient formulées de manières complexes et difficilement comparables, il y aurait certainement une forme de réticence à investir de la part des investisseurs car il est fort probable que les investisseurs ne se sentiraient pas en confiance ou bien cela serait trop complexe à leurs yeux et par conséquent trop risqué d'investir. Ce n'est évidemment pas ce que souhaitent les agences de notation, celles-ci sont rémunérées par les émetteurs donc elles ont également tout intérêt à ce que les investisseurs passent le pas et investissent sur les marchés. Ce modèle « émetteur-payeur » sera abordé au point « j ».

Cette volonté d'uniformité s'est imposée très rapidement. Dès 1930, les agences de notations commencent à uniformiser leurs échelles afin d'obtenir une comparabilité entre toutes. Par exemple, Moody's au commencement de son activité de notation établit deux échelles, une pour les entreprises et par la suite une seconde pour les entités publiques. La première comporte quatorze catégories et ensuite plus que douze catégories. La seconde quant à elle comporte neuf catégories. En 1930, Moody's n'utilise plus qu'une seule échelle de notation pour les entreprises et entités publiques, cela répond à une demande des investisseurs qui souhaitent pouvoir comparer la qualité d'obligations provenant de secteurs différents. (Gaillard, 2010)

Il y a donc cette volonté d'uniformiser les échelles de ratings mais d'un autre côté, il y a aussi une volonté de distinguer les différentes notes en fonction de la qualité des émetteurs. Pour ce faire, deux grandes catégories seront créées : *Investment grade* et *Speculative grade*.

Le nombre de défauts parmi les émetteurs des produits structurés montre la complexité intrinsèque de ces produits et la difficulté de les noter. En 2008, l'organisation internationale des commissions de valeurs⁴⁴ a émis le souhait de voir créer une échelle de notation propre aux produits structurés. Cependant, les agences ne sont pas du même avis, celles-ci ont

⁴⁴ L'OICV a été fondée en avril 1983. Cette organisation internationale supervise l'implémentation de normes internationales en matière de valeurs mobilières. (OICV-IOSCO, 2015)

toujours pour objectif de répondre aux besoins des investisseurs qui eux veulent garder cette comparabilité entre les obligations de secteurs différents. (Gaillard, 2010)

Tableau 1.7 : échelle des notations selon Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings

Qualité	Ratings	Moody's	S&P	Fitch	Commentaires
Investment grade	Première qualité	Aaa	AAA	AAA	Le risque est quasi nul, la qualité de la signature est la meilleure possible.
	Haute qualité	Aa1	AA+	AA+	Quasiment similaire à la meilleure note, l'émetteur noté AA est très fiable.
		Aa2	AA	AA	
		Aa3	AA-	AA-	
	Qualité moyenne supérieure	A1	A+	A+	Bonne qualité mais le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques.
		A2	A	A	
		A3	A-	A-	
	Qualité moyenne inférieure	Baa1	BBB+	BBB+	Solvabilité moyenne
		Baa2	BBB	BBB	
		Baa3	BBB-	BBB-	
Spéculatif	Spéculatif	Ba1	BB+	BB+	A partir de cette note, l'affaire commence à être spéculative. Le risque de non remboursement est plus important sur le long terme
		Ba2	BB	BB	
		Ba3	BB-	BB-	
	Très spéculatif	B1	B+	B+	La probabilité de remboursement est incertaine. Il subsiste un risque assez fort.
		B2	B	B	
		B3	B-	B-	
	Risque élevé	Caa1	CCC+	CCC	Risque très important de non remboursement sur le long terme.
	Ultra spéculatif	Caa2	CCC		
	Défaut imminent, avec peu d'espoir de recouvrement	Caa3	CCC-		
		Ca	CC	DDD	Très proche de la faillite.
Défaut	En défaut	C	D	DD	
		/		DD	
		/		D	
		/		D	

Source : UHR (2012)

Analysons à présent ce tableau reprenant les échelles de notation des agences Moody's, S&P et Fitch. Comme nous l'avons évoqué, le premier élément qui nous vient à l'esprit en analysant le tableau est la comparabilité et la cohérence entre les trois échelles. Mise à part quelques différences dans l'expression alphabétique des notes, les échelles sont sensiblement les mêmes.

Notons tout d'abord trois grandes catégories. La première, *Investment grade* qui comprend quatre niveaux de ratings. Cette catégorie reflète des investissements sûrs avec des probabilités de défaut de l'émetteur faibles. Les notes de la catégorie *Investment grade* varient entre Aaa/AAA et Baa3/BBB-. Il est très important pour un émetteur de se retrouver dans cette catégorie, car cela reflète une certaine qualité aux yeux des investisseurs et cela lui

permet de se financer à des taux plus faibles. Rappelons que plus les ratings sont bas, plus les primes de risques et le coût du capital seront élevés. (Cantor et Parker, 1996)

Mais appartenir à cette catégorie est important pour d'autres raisons encore, cela une reflète une bonne gestion de la part de l'émetteur de dettes dans l'esprit de l'investisseur. Ce dernier aura tendance à apprécier cette bonne gestion et fera d'autant plus confiance en l'émetteur. Ici encore, nous voyons le lien avec le capital réputationnel que nous avons évoqué précédemment ; la confiance et la réputation restent les deux variables fondamentales dans la prise de décision d'investissement. Notons également que dû à certaines réglementations, certains investisseurs institutionnels (par exemple les fonds de pension) ne sont pas autorisés à investir dans des titres catégorisés comme *Speculative grade* (Petitjean, 2012). Nous comprenons qu'il existe un réel enjeu pour les émetteurs à se retrouver dans la première catégorie mais surtout à ne pas être dans la seconde catégorie.

La catégorie *Spéculative grade* regroupe, comme son nom l'indique, des titres de dettes considérés comme spéculatifs. Elle reflète des titres dont l'émetteur et ses capacités de remboursement sont plus faibles. Par conséquent, le risque associé est plus élevé. Elle comprend des notes allant de Ba1/BB+ à Ca/CCC/C en fonction des échelles des agences. Nous comprenons qu'appartenir à cette catégorie est négatif pour les émetteurs. Étant donné le risque de défaut plus élevé, les investisseurs demanderont une prime de risque plus importante. De plus, il sera également plus difficile pour l'émetteur d'obtenir la confiance des investisseurs et des institutions financières pour son financement.

La dégradation d'un émetteur de la catégorie *Investment grade* vers la catégorie *Speculative grade* est perçue très négativement par les investisseurs qui doutent de la bonne gestion de l'émetteur et de la qualité de celui-ci. De plus, les dégradations de notes vers la catégorie spéculative sont très souvent médiatisées et attirent l'attention des investisseurs sur l'émetteur dont la note a été dégradée. Norbert Gaillard (2010) cite pour exemple l'abaissement des notes par Standard & Poor's de Renault et Peugeot passant respectivement de BBB à BB et de BBB à BB+, ceci mettant avant les difficultés des deux firmes mais aussi les difficultés du secteur de l'automobile en général. (Gaillard, 2010)

En ce qui concerne les notes en elles-mêmes, elles sont représentées par des associations de lettres alphabétiques et de signes positifs ou négatifs dans certains cas. La note AAA pour Fitch et S&P et Aaa pour Moody's représentent la meilleure notation. Dans ce cas-ci, le risque de défaut associé à cet émetteur est en théorie très faible voir nul. Comme le risque associé à ce titre de dette est très faible, le rendement sera également souvent faible, on dit que le titre de dette est de première qualité.

Ensuite, en descendant dans l'échelle des notations, nous voyons que les émetteurs présentent toujours un risque faible mais que celui-ci est tout de même plus élevé que le triple A. La note la plus faible dans la catégorie *Investment grade* indique que l'émetteur fait preuve d'une solvabilité moyenne. Passons à la catégorie *Spéculative grade* qui reprend plusieurs ratings allant de spéculatifs avec des probabilités de défaut élevées à des titres de dettes dont les probabilités de remboursement sont quasi nulles, dans ce dernier cas l'émetteur est presque en faillite. Pour cette catégorie de notes, le risque est plus élevé et par conséquent les rendements demandés par les investisseurs le seront également car ceux-ci veulent être récompensés pour cette prise de risque. Il nous reste la dernière catégorie, qui représente tout simplement la situation de faillite de l'émetteur du titre de dette.

Nous avons discuté de la volonté des agences à partir de 1930 d'uniformiser leurs échelles de notation afin de faciliter la comparaison entre tous les titres de dette. De plus, les agences ont souhaité apporter plus de nuances dans leurs notations. Elles ont ainsi créés les catégories *Investment grade* et *Spéculative grade*, mais les notes ont elles aussi été affinées en fonction du risque lié. Prenons par exemple les notes de qualités moyennes, elles sont représentées par Baa pour Moody's et BBB pour Fitch et S&P. Mais les agences ont voulu y ajouter des nuances, Moody's a ajouté une lettre derrière la note, Fitch et S&P ont ajoutés un signe + et un signe - après la note. Ces ajouts indiquent que le titre se retrouve soit dans tranche supérieure ou bien dans la tranche inférieure de la catégorie. Investir dans une note BBB+ ne présentera pas le même risque qu'investir dans un titre noté BBB-, pourtant ces notes représentent toutes les deux une solvabilité moyenne de l'émetteur. Par ailleurs, le signe - indique que la note pourrait être dégradée et tomber dans la catégorie *Speculative grade* où le risque de défaut est accru. Analysons à présent comment ces notes sont attribuées mais aussi comment celles-ci sont retirées.

Avant les années 1970, les notes sont attribuées de façon non-sollicitée par les entités émettrices, c'est-à-dire que les agences se basaient sur les informations disponibles afin d'émettre leurs opinions. Par la suite, beaucoup d'émetteurs ont eu des difficultés à se financer sur les marchés financiers, ceux-ci ont exprimé le souhait d'être notés afin d'attirer les investisseurs.

Le modèle s'est alors inversé, les émetteurs ont commencé à payer les agences de notation afin d'obtenir des notes, c'est le modèle « émetteur-payeur » (point « j »). Il y a de nombreux avantages pour un émetteur à être noté, en voici plusieurs :

- la notation facilite l'accès au marché des capitaux car les investisseurs détiennent des informations sur la qualité de l'émetteur et cela leur permet d'éclairer leurs décisions d'investissement ; (Gaillard, 2010)
- réduit les coûts de financement car l'émetteur affiche une certaine transparence et se conforme à une série de réglementations ; (Gaillard, 2010)
- accroît la visibilité de l'émetteur, être noté par une agence de notation internationalement reconnue augmente la notoriété mais aussi la confiance de l'investisseur et par conséquent ses probabilités d'investissement ; (Gaillard, 2010)
- permet à l'émetteur de se distinguer de ses concurrents. (Fight, 2001)

L'attribution d'une note suit toute une procédure ; de manière générale celle-ci dure en quatre et six semaines, notons que le processus est très semblable entre les différentes agences. Il y a lieu de distinguer le processus de notation du secteur corporate et public.

Les agences possèdent des analystes spécialisés par industrie. Par exemple lorsqu'une entreprise du secteur automobile souhaite être notée, un analyste spécialisé dans cette industrie sera affecté au processus de notation de l'entreprise automobile. L'analyste principal sera en charge de récolter avec d'autres analystes toutes les informations disponibles sur l'entreprise afin de pouvoir émettre une opinion sur son risque crédit, le principe est identique pour une entité publique. (Standard & Poor's Ratings Services, 2014)

À la différence que l'analyste rencontrera le management de la société en question dans le cadre d'une notation du secteur corporate, et dans le cas d'une notation souveraine, il se déplacera pour faire état de la situation du pays et rencontrer des membres du gouvernement, des hauts fonctionnaires, etc. Par la suite, les analystes prépareront un mémorandum en proposant au comité de notation⁴⁵ une note sur base de leurs analyses.

Ce comité discutera du mémorandum reçu et attribuera une note à l'émetteur. Une fois la note déterminée, l'émetteur en sera informé et pourra introduire un recours en apportant de nouveaux éléments si celui-ci n'est pas d'accord avec la notation accordée. La dernière étape consiste publier la note sous forme de communiqué de presse. Le comité de notation se réunit au minimum une fois par an afin de décider si la note doit être maintenue ou modifiée. (Gaillard, 2010 ; Standard & Poor's, 2014) (Voir annexe 1.4 pour le schéma du processus de notation.)

Il arrive également qu'une agence décide de retirer une note, et ce pour diverses raisons. Norbert Gaillard évoque quelques unes de ces raisons :

- lorsqu'une obligation arrive à échéance, sa notation n'a plus d'intérêt d'être (Gaillard, 2010) ;
- lorsque l'agence ne possède plus assez d'informations afin de mesurer de façon efficace le risque de crédit, dû soit à un manque de coopération de la part de l'émetteur ou bien suite à des éléments externes qui ne permettent plus la notation (guerre par exemple) (Gaillard, 2010) ;
- lorsque l'émetteur disparaît, suite à une liquidation par exemple (Gaillard, 2010) ;

⁴⁵ Le comité de notation est composé de l'analyste en chef ayant récolté les informations sur l'entité à noter, de deux analystes spécialisés dans le secteur, des cadres de l'agence de notation, d'analystes basés à Londres, francfort, New-York mais aussi de spécialistes bancaires dans le cas de la notation d'un état. La composition d'un comité de notation comprend entre cinq et quinze personnes, et varie en fonction des agences et des entités faisant l'objet de la notation. (Lacombe et Michel, 2012)

- lorsque l'émetteur ne souhaite plus être noté : si la note est basse, alors l'émetteur préférera peut-être ne plus être noté. Comme nous l'avons évoqué précédemment, une note basse peut avoir des répercussions négatives sur le financement de l'émetteur. (Gaillard, 2010)

1.j. Sources de rémunération : modèle « émetteur-payeur » - conflit d'intérêt ?

Le marché des notations est une source de revenus très importante et ne cesse de croître depuis de nombreuses années. En 2013, le total des revenus déclarés par les NRSROs à la Commission (SEC) est approximativement de 5,4 milliards⁴⁶ grâce à une croissance de 7,5% par rapport à 2012 (SEC, 2014). Selon le rapport de la Commission, cette croissance est due aux augmentations des notations pour les obligations d'entreprise et les prêts bancaires entrants dans la catégorie *Investment grade*.

Le tableau suivant nous montre l'évolution de la répartition des revenus entre les « Big Three » et le reste des agences. Moody's, Standard & Poor's et Fitch avec 94,5% du total des revenus du marché de la notation confirme leurs supériorités et le caractère oligopolistique du marché que nous avons mis en avant précédemment.

Tableau 1.8 : répartition des revenus du marché des notations financières pour les années fiscales allant de 2010 à 2013

	2013 Fiscal Year Percentage of Total Reported NRSRO Revenue	2012 Fiscal Year Percentage of Total Reported NRSRO Revenue	2011 Fiscal Year Percentage of Total Reported NRSRO Revenue	2010 Fiscal Year Percentage of Total Reported NRSRO Revenue
S&P, Fitch, and Moody's	94.5%	94.7%	94.0%	94.6%
All Other NRSROs	5.5%	5.3%	6.0%	5.4%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Source : SEC (2014)

⁴⁶ Exprimé en dollars américains (USD).

Analysons à présent le mode de rémunération des agences. Le premier modèle est le modèle « investisseur-payeur ». Les investisseurs qui souhaitent investir sur les marchés financiers et qui veulent connaître la qualité d'un émetteur achètent les manuels vendus sur le marché par les agences de notation.

À partir de 1970, nous assistons à un changement de mode rémunération, c'est le modèle « émetteur-payeur » qui s'installe sur le marché et ce pour plusieurs raisons.

La première raison évoquée par Frank Partnoy (1999) est que l'information fournie par les agences a la caractéristique d'un bien public. C'est-à-dire qu'il est difficile de limiter son accès uniquement aux investisseurs qui auraient payé pour cette information, car un investisseur ayant acheté le manuel peut tout simplement le prêter à d'autres amis investisseurs (« passager clandestin »). De plus, l'arrivée de la photocopie a facilité la reproduction des manuels et l'accès à l'information à des investisseurs n'ayant pas acheté les manuels.

Cantor et Packer (1994) évoquent une seconde raison, lors de ralentissements économiques ou bien encore lors de la faillite de Penn-Central Railroad en 1970, certains émetteurs ont fait appel aux agences de notation pour se voir attribuer une note afin de rassurer les investisseurs. (Gaillard, 2010)

Ces deux raisons expliquent le changement de modèle de rémunération. A présent, ce sont les émetteurs qui payent les agences pour être notés. Ce nouveau modèle accroît sensiblement les revenus des agences dès 1970 et ce de manière constante. Selon le rapport annuel de Moody's en 2000, ses revenus annuels ont augmentés de 17% en moyenne depuis 1981 (voir annexe 1.5 pour l'évolution des revenus opérationnels de Moody's entre 1981 et 2000) (Moody's, 2000). Ce mode de financement profite donc particulièrement aux agences qui augmentent considérablement leurs profits. Fabienne Collard (2011) dans son article « Au cœur des agences de notation », explique que les agences justifient ce nouveau *business model* par le fait que les émetteurs bénéficient de retombées économiques positives grâce aux notations et qu'il est donc normal que ceux-ci s'acquittent de certains frais mais aussi, les notations se complexifient et requièrent davantage d'expertise que les investisseurs ne sauraient supporter financièrement.

Cette forme de rémunération pose la question d'une situation de conflit d'intérêt. Les agences pourraient de façon délibérée surestimer la qualité des émetteurs afin de créer une relation de confiance avec leurs clients et maximiser ainsi leur profit. Ce conflit d'intérêt est intimement lié au phénomène de « rating shopping », car si un émetteur n'est pas satisfait de sa note il peut aller voir une autre agence.

D'un autre côté, on pourrait argumenter que les agences n'auront pas tendance à surestimer les émetteurs afin de préserver leur capital réputationnel, ce dernier impactant considérablement les revenus d'une firme. En effet, les agences se défendent de tout conflit d'intérêt en expliquant que le sérieux de leur notation est l'élément de confiance principal chez l'investisseur, ainsi toute leur réputation est basée sur cette confiance (Collard, 2011). Nous remarquons encore une fois le lien fort que les agences ont avec leur capital réputationnel.

Standard & Poor's dans un communiqué intitulé « Comment les agences sont-elles rémunérées », explique les deux modèles « investisseur-payeur » et « émetteur-payeur ». S&P reconnaît la possibilité qu'un conflit d'intérêt puisse exister entre les agences et les émetteurs dû au système « émetteur-payeur ». Dans ce communiqué, S&P nous explique comment l'entreprise fait pour se préserver de tout conflit d'intérêt grâce aux nombreuses mesures mises en places pour les éviter.

Tout d'abord, les équipes commerciales et les équipes techniques (analystes) sont séparées l'une de l'autre afin d'éviter que les recettes importantes de tel ou tel émetteur impactent les notations. De plus, le niveau de rémunération des analystes n'est pas corrélé avec les revenus de l'agence afin d'éviter toute influence du niveau de profit sur les comportements des analystes. Tous les agents commerciaux de Standard & Poor's qui sont en contact avec le client, qui organisent le suivi avec ceux-ci, qui s'occupent de faire signer les contrats ou qui négocient les tarifs ne sont pas invités à participer au comité de notation. Ce comité est composé d'analystes en chef, d'analystes spécialisés, de techniciens mais jamais d'agents commerciaux. « De plus, pour gérer les potentiels conflits d'intérêt, Standard & Poor's établit des politiques et procédures clairement définies, et rend ses critères transparents et accessibles gratuitement. » (Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014)

Ce modèle actuel « émetteur-payeur » pose malgré tout un réel problème de conflit d'intérêt, nous verrons dans la troisième partie du mémoire que de nombreuses régulations ont été mises en place par l'OICV et également par la Commission européenne et le Conseil. Néanmoins, certains auteurs et spécialistes affirment que retourner au modèle « investisseur-payeur » serait une solution. Nous ne sommes pas de cet avis car nous nous retrouverions face au même problème qu'auparavant « le passager clandestin », toutefois cela permettrait de diminuer le phénomène de « ratings shopping ».

1.k. Asymétrie de l'information

Selon Lawrence White, les agences de notation existent pour la raison suivante : *« pierce the fog of asymmetric information that surrounds lending relationships and help borrowers emerge from that same fog »*. (White, 2010a, p. 3)

L'asymétrie de l'information c'est le point de départ des agences de notations. À l'époque Henri Poor fait le constat que les investisseurs ont du mal à se procurer l'information dont ils ont besoin pour prendre leurs décisions d'investissement et particulièrement pour les entreprises privées. C'est ainsi qu'il décide de publier son premier manuel afin de combler cette asymétrie.

« Asymmetric information arises in economics when the two sides of the market have different information about the goods and services being traded. » (Hindriks, 2004, p. 257)

C'est typiquement le cas du marché des notations. Nous avons des émetteurs qui souhaitent se financer sur les marchés financiers et qui manquent d'investisseurs. Et de l'autre côté, nous avons des investisseurs qui souhaitent investir sur les marchés financiers mais qui manquent d'informations sur les émetteurs afin de prendre leurs décisions. Le rôle des agences se trouve là, entre les deux, il s'agit de combler cette asymétrie en fournissant aux investisseurs un signal sous forme de notation. Le signal donnera des indications sur la qualité des titres de dette émis et les investisseurs pourront ainsi valoriser ces titres sur base de ce signal (la notation).

Concernant l'asymétrie de l'information, il faut préciser que celle-ci est d'autant plus présente concernant les entreprises privées. Distinguons les notations privées et souveraines. Les informations concernant les entités publiques sont facilement accessibles, le rôle des

agences sera d'organiser et de fournir les informations disponibles aux investisseurs. Par contre, concernant les entreprises privées, l'asymétrie est nettement plus importante. Avec la globalisation, investir à l'autre bout du monde nous semble anodin. En effet, obtenir des informations concernant une entreprise chinoise active dans la nanotechnologie peut s'avérer très compliqué pour nous, investisseurs européens.

Dès lors, nous nous posons la question suivante: le marché est-il plus efficient ou moins efficient grâce aux agences de notation ?

C'est une question tout à fait légitime que nous nous posons. Imaginons un monde où les agences n'existent pas, et où aucune information n'est fournie sur le marché. Nous pouvons en tirer plusieurs constats :

- les investisseurs devraient se baser sur les informations fournies par les émetteurs, on suppose que les émetteurs de bonne qualité n'auraient pas de mal à fournir l'information mais ceux ayant plus de difficultés financières auraient quelques réticences à dévoiler toute la vérité afin d'éviter de faire fuir l'investisseur.
- Deuxièmement, il serait très difficile aux investisseurs de s'informer sur des entreprises d'un autre continent. Par exemple un investisseur européen qui souhaite investir dans une entreprise chinoise, la collecte d'informations ne serait pas chose aisée. Par conséquent, cela limiterait les flux des capitaux à travers le monde, et nous vivons dans une économie où les investissements étrangers peuvent être vitaux pour certains pays.
- Si les investisseurs n'ont que très peu d'information sur les émetteurs alors ceux-ci risquent de ne pas avoir confiance et de limiter leurs investissements. De l'autre côté, les émetteurs n'arriveraient pas à attirer les investisseurs et auraient des difficultés à se financer. Rappelons que financer les entreprises, c'est investir dans la croissance.

Il est difficile de quantifier l'impact des agences de notation sur l'asymétrie de l'information. Il est vrai que les notations ne sont pas infaillibles et parfois elles fournissent une mauvaise indication aux investisseurs. Toutefois, sans agences, les émetteurs pourraient flouer les investisseurs, ce qui aurait pour impact de dégrader la confiance de ceux-ci et diminuer les investissements. Mais aussi, cela limiterait les investissements étrangers qui sont une source de financement importante dans certaines régions du monde, mais également une source de croissance économique.

Nous comprenons que la situation oligopolistique actuelle n'est pas idéale mais nous pouvons affirmer sur base de notre raisonnement que les agences de notation permettent de diminuer l'asymétrie de l'information.

Même s'il arrive que les signaux qu'elles émettent ne soient pas toujours justes, le marché est plus efficient grâce à leur intervention.

1.1. Pouvoir

On peut se demander quel est le pouvoir des agences ? Est-il trop important ? Doit-on s'y soumettre en tant qu'investisseur ?

Dès 1930, le régulateur américain comprend qu'il existe cette asymétrie de l'information qui limite les capacités de financement des émetteurs de titres de dette. Il se dit qu'il faut réduire cette asymétrie pour relier les investisseurs avec les émetteurs, pour cela il utilise les agences de notation. Le code des régulations fédérales dit ceci : « *...an insured state savings association may not acquire or retain any corporate debt securities not of investment grade.*⁴⁷ » (Petitjean, 2012, p. 4)

Le régulateur interdit donc à certaines institutions financières d'investir dans des titres de dette spéculatifs, c'est-à-dire qui ne sont pas repris comme *Investment grade*. Les critères d'investissement imposés par le régulateur américain se basent sur le travail des agences de notation, nous comprenons d'ors et déjà l'importance et le pouvoir dont elles jouissent sur les marchés financiers dès 1930.

⁴⁷ Code des régulations fédérales : « 12 CFR § 362.11 ».

Lawrence J. White dit, à juste titre, « *Essentially, the creditworthiness judgments of these third-party raters had attained the force of law.* » (White, 2010b, p. 213)

Selon Benoit Frydman, le pouvoir des agences est inévitable dans un monde où la désintermédiation bancaire et la dérégulation des marchés apparaissent. La désintermédiation bancaire signifie que bon nombre d'emprunteurs vont se financer directement sur les marchés et non plus en passant par l'intermédiaire d'une banque. Cela a pour avantage que les frais et coûts de financement sont moins importants pour les emprunteurs ; mais aussi pour les investisseurs qui peuvent avoir plus facilement accès aux marchés financiers. L'ingénierie financière fait son apparition et les produits de titrisation sont de plus en plus complexes. Les investisseurs ont besoin d'un guide, et c'est ce que font les agences en leur fournissant une analyse simple et claire sous forme de lettres alphabétiques. Comme le dit si bien Benoit Frydman, les investisseurs « subissent dès lors le despotisme de l'opinion. » (Frydman, 2013, p. 175)

Il est intéressant de voir à quel point les autorités de régulation ont valorisé les agences de notation, jusqu'à leur donner force de loi alors que les agences elles-mêmes tentent de se déresponsabiliser en rappelant qu'elles ne sont là uniquement que pour donner une opinion. Standard & Poor's le rappelle en déclarant : « *Any user of the information contained herein should not rely on any credit rating or other opinion contained herein in making any investment decision.* » (Cité par White, 2010b, p. 214)

Moody's tient le même discours : « les notations de crédit sont, et doivent être considérées uniquement comme des opinions et non comme des recommandations d'achat, de vente ou de conservation de titres de dettes. Chaque notation doit être considérée par les investisseurs comme un facteur parmi tant d'autres dans son analyse d'investissement. » (Moody's, 2015)

Des analyses ont montré que lorsque les États-Unis et la France ont perdu leur triple A, cet abaissement de note n'a pas entraîné de hausse des taux d'intérêt. Cela nous indique que les marchés avaient anticipé cette dégradation de notes et s'étaient adaptés en conséquence, le rôle des agences dans ce cas-ci se limitait simplement à une confirmation publique lors d'une conférence de presse. De ce point de vue, le pouvoir des agences est limité. Cependant, ce pouvoir est réellement présent pour les émetteurs car une bonne note

facilitera l'accès aux capitaux des investisseurs, mais aussi un émetteur qui se verra attribuer une note *Speculative grade* au lieu d'une note *Investment grade* subira une augmentation de ses coûts de financement. (Frydman, 2013).

Notons également que le pouvoir et le rôle des agences se sont vus fortement renforcés grâce aux accords de Bâle II. Les accords de Bâle II signés en 2004, instaurent le « ratio de McDonough ». Ce ratio détermine le montant de fonds propres minimaux requis pour une banque en fonction des prêts qu'elle a accordés tout en prenant en compte le risque crédit des banques, ce risque est déterminé sur base des notations accordées. Alors qu'auparavant dans les accords de Bâle I, le ratio Cooke (aujourd'hui McDonough) ne prenait pas en compte le risque crédit. Ce tableau détermine le poids à appliquer au calcul du « ratio de McDonough » en fonction des notations accordées par les agences.

Tableau 1.9 : pondération à appliquer au calcul du ratio de McDonough

Emprunteur	De AAA à AA-	De A+ à A-	De BBB+ à BBB-	De BB+ à B-	< B-	Sans notation
Gouvernements et assimilés	0	20	50	100	150	100
Banques et assimilés	20	50	50	100	150	50
Entreprises privées	20	100	100	100	150	1000

Source : Petitjean (2012)

En outre, Jakob de Haan et Fabian Amtenbrink (2011) affirment que l'importance du rôle des agences de notation a été accentué par les banques centrales également. En effet, celles-ci requièrent généralement qu'un actif ait obtenu une certaine notation si une institution veut utiliser celui-ci comme garantie lorsqu'elle souhaite emprunter de l'argent auprès d'une banque centrale. Par exemple, pour les *asset-backed securities* que nous avons évoqués dans le phénomène de titrisation, la Banque Centrale Européenne requiert au minimum un triple A de notation.

1.m. Controverses et critiques

De nombreuses critiques sont attribuées aux agences de notation, dans son ouvrage intitulé : « Les agences de notation », Norbert Gaillard (2010) met en exergue cinq critiques que nous avons rencontrées tout au long de cette première partie.

1) Comment sont attribuées les cotes ? Les cotes rendues prennent la forme d'une lettre, il y a une synthétisation maximum afin de rendre facile la prise de décision pour les investisseurs, toutefois quelles sont les variables prises en compte lors de l'attribution de celle-ci ? Existe-t-il un modèle prédéfini qui permet aux agences de juger de la solvabilité d'un émetteur ? Dans cette critique, le manque de transparence quant aux techniques de notation est mis en avant. (Gaillard, 2010)

2) La seconde critique porte sur le phénomène des « Big Three ». Le marché des notations financières est très vaste, toutefois comme nous avons pu le constater dans cette première partie, trois agences contrôlent une grande majorité du marché. La question de l'oligopole se pose à nouveau. (Gaillard, 2010)

3) La troisième critique fait référence à un point déjà abordé plus tôt dans cette première partie du mémoire, il s'agit des conflits d'intérêt, portant notamment sur les modes de rémunération. Car les émetteurs souhaitant être notés fournissent eux-mêmes la rémunération aux agences pour cette même note. (Gaillard, 2010)

4) Cette quatrième critique remet en cause l'efficacité des agences et leur faible capacité à déceler l'augmentation de probabilité de défaut de certains émetteurs face à leurs dettes. Et notamment, à la veille de crises financières où certains émetteurs obtenaient de bonnes notes avec des probabilités de défaut faibles alors que leur capacité à rembourser avait sensiblement diminué. (Gaillard, 2010)

5) La dernière critique met en avant la tendance des agences à avoir des réactions trop importantes lors de crises financières. En effet, lorsqu'une crise financière est confirmée, celles-ci ont tendance à abaisser les notes de façon significative, ce qui aurait pour conséquence d'accentuer les crises. (Gaillard, 2010)

Jérémy Uhr dénonce en novembre 2012, dans son article intitulé « Les agences de notation : analyses critiques et enjeux politiques », le manque de transparence et d'anticipation des agences de notation. Il met en avant le manque de transparence des agences dans leur processus de notation qui reste toujours flou malgré les différentes formes de régulation mises en place pour tenter d'apporter plus de transparence. Il dénonce également le manque d'anticipation des agences. En effet, plusieurs multinationales comme Enron, Parmalat ou Lehman Brothers étaient notées comme *Investment grade* peu de temps avant leur faillite (Uhr, 2012). Enron a seulement été considéré comme investissement spéculatif quatre jours avant sa faillite (Collard, 2011).

Et les critiques ne sont pas finies, les agences ne cessent d'être critiquées et d'être mises sous les feux des projecteurs. En 2011, Yves Thréard journaliste pour Le Figaro, dénonce non pas le système de notation en lui même mais la façon dont les agences communiquent et « leur manque de subtilité ». Il prend pour exemple la fois où la note de la France s'est vue menacée d'être diminuée sans même que le gouvernement français ne soit mis au courant de cet abaissement.

En 2012, Le Monde titrait « Les agences de notation plus de cent cinquante ans de polémique ». Le Figaro quant à lui publiait en 2011 un article intitulé « Les agences de notation créent encore la polémique ». Et la liste est encore longue, nous pourrions encore citer un grand nombre d'articles critiquant les agences de notation.

1.n. Conclusion

Nous avons vu durant cette première partie que les agences de notation permettent d'augmenter l'efficacité des marchés, par exemple en diminuant l'asymétrie de l'information ou encore en augmentant les flux de financement internationaux. Toutefois, de nombreuses critiques leurs sont encore faites ; notamment sur le rôle qu'elles ont joué lors des notations de produits structurés ou encore concernant la structure oligopolistique du marché et le manque de compétition sur le marché. Comme l'a démontré l'étude de Reinebach (1998), l'intervention d'une troisième agence de notation provoque une diminution du spread de crédit et par conséquent un coût du capital plus faible, ceci permettant aux émetteurs de se financer à des coûts plus faibles. Une compétition plus prononcée sur ce marché serait souhaitable.

Par ailleurs, concernant le pouvoir souvent critiqué des agences de notation, il y a une nuance à apporter. En effet, ce pouvoir est parfois limité car les marchés sont proactifs, ils s'adaptent et anticipent. Benoit Frydman (2013) l'a prouvé en montrant que la perte de la note triple A respective de la France et des États-Unis n'avait eu aucun impact sur les marchés car ceux-ci avaient anticipé et s'étaient adaptés en conséquence. Toutefois, le pouvoir exercé sur les émetteurs est tout de même présent car les notations déterminent leurs capacités et coûts de financement.

Partie 2 : aspects méthodologiques de la notation financière

« Thus, in calculating appropriate ratings on the tranches of securities backed by subprime mortgages, the credit rating agencies were operating in a situation where they had essentially no prior experience, where they were intimately involved in the design of the securities, and where they were under considerable financial pressure to give the answers that issuers wanted to hear. » (Mathis & al., 2009)

2.a. Introduction

Cette seconde partie se concentrera sur des aspects méthodologiques comme le risque crédit. Par ailleurs, nous nous attarderons également à montrer la faiblesse des modèles utilisés lors de la notation de produits structurés. Nous aborderons également le modèle KMV, et la tentative échouée de s'écarter de la main mise des « Big Three » sur le marché des notations.

2.b. La notation et le risque de crédit

Il y a lieu de distinguer les notations effectuées par les agences de notation et celles effectuées par la Banque de France par exemple. Cette dernière utilise une méthodologie uniquement statistique des données afin de d'accorder un score, c'est-à-dire que seuls des ratios et données chiffrées seront pris en compte pour le calcul du score. Contrairement à cette méthode, les agences intègrent des critères quantitatifs bien sûr mais aussi des critères qualitatifs, ce qui les distingue des autres organismes de notation. Cette distinction est relativement importante, car les agences de notation ont accès à certaines informations qui ne sont pas toujours rendues publiques mais qui toutefois ont un impact significatif sur la qualité de l'émetteur. Alors que les analyses purement statistiques n'intégreront pas ces informations dans leur méthodologie. (Paget-Blanc et Painvin, 2007)

Paget-Blanc et Painvin (2007) définissent le risque crédit comme « l'éventualité d'une perte subie par un prêteur sur une opération de crédit (prêt, obligation, créance commerciale produit dérivé) ». Celui-ci se matérialise soit par la perte de crédit, soit par le risque de

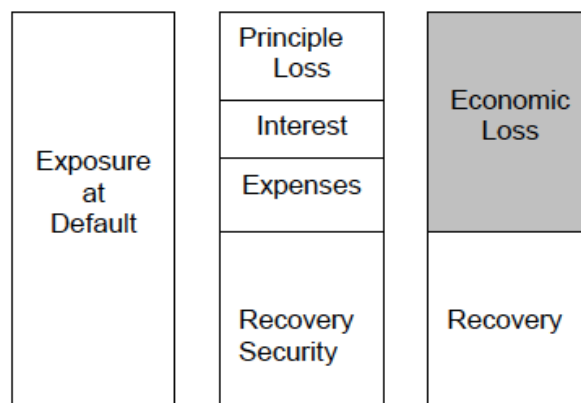
migration. La perte de crédit correspond à la perte subie par le créancier lorsque l'émetteur n'a plus les capacités de rembourser soit les intérêts ou le capital, ou les deux (Paget-Blanc et Painvin, 2007). Le risque de migration correspond à la perte potentielle découlant de la dégradation de la qualité de l'émetteur (Paget-Blanc et Painvin, 2007). Le risque crédit est composé de trois éléments :

1) L'exposition au risque ou EAD (*exposure at default*) : il s'agit « du montant qui sera affecté en cas de défaillance de la part du débiteur » (Paget-Blanc et Painvin, 2007, p. 33);

2) Le risque de défaut ou PD (*probability of default*) : correspond au « retard de paiement sur une échéance du service de la dette, soit sur le principal ou sur les intérêts » (Paget-Blanc et Painvin, 2007, p. 35) ;

3) Le risque de non-recouvrement ou LGD (*loss given default*) : « se mesure par la part de la créance que le créancier s'attend à ne pas recouvrir à l'issue de la procédure judiciaire engagée à la suite du défaut de paiement » (Paget-Blanc et Painvin, 2007, p. 37). Notons que ce risque dépend de deux facteurs : l'exigibilité de la créance et les garanties attachées à la créance. (Paget-Blanc et Painvin, 2007)

Graphe 2.1 : composantes du risque de non-recouvrement



Source : Henrard (2014)

- *Principle loss* : correspond au montant du principal qui n'a pas été récupéré par le créancier. (Henrard, 2014)
- *Interest* : correspond au montant des intérêts qui est dû mais qui n'a pas été reçu. (Henrard, 2014)
- *Expenses* : correspond aux dépenses encourues pour la récupération de la perte. (Henrard, 2014)

À partir de ces trois éléments qui composent le risque crédit, nous trouvons deux types de pertes : la perte anticipée et la perte non-anticipée. La perte anticipée correspond aux pertes réalisées lorsque que l'émetteur fait défaut. La perte non-anticipée correspond aux pertes réalisées lors d'événements imprévus. (Ben Ayed, 2013)

2.c. Modèle KMV – *Expected default frequency (EDF)*

Attardons-nous à présent sur l'acquisition de KMV réalisée par Moody's en 2002. Cette acquisition est importante car elle permet à Moody's ainsi qu'à Fitch et S&P de renforcer leurs positions dominantes sur le marché. À cette époque, nous sommes dans un contexte où les agences de notation sont très peu, voire presque pas régulées (voir partie 3). À l'exception de l'introduction du statut de NRSRO en 1975 qui accorde une accréditation à l'agence qui le reçoit. Cependant, les modalités d'obtention de ce statut restent vagues et seules les « Big Three » se voient accorder ce statut dans un premier temps.

Ceci nous rappelle à nouveau que ce marché des notations, avant les premières réglementations de 2006, revêt certaines caractéristiques d'un oligopole. Richard Herring (2009) déclare notamment à ce sujet que de meilleures lois anti-trust visant à réguler le marché des notations auraient eu pour conséquence d'encourager la recherche et l'innovation dans ce secteur.

À l'époque, KMV fournit des méthodes d'analyse de risques tant pour les entreprises, que pour les investisseurs ou bien les prêteurs. Fin des années 1980, la firme KMV révolutionne les mesures de risques de crédit sur les marchés en créant l'EDF (*Expected*

Default Frequency), cette méthode permettait notamment aux banques de gérer le risque de crédit sans passer par les agences de notation. (Moody's Analytics, 2015)

Modèle de KMV

Cette nouvelle mesure du risque est révolutionnaire car elle permet de mesurer la probabilité de défaut actuelle en utilisant des données prospectives de l'entreprise (*forward-looking*) dérivées des valeurs de marché contrairement aux autres méthodes de l'époque qui sont dites statiques. Cette méthode est particulièrement efficace lorsqu'elle s'applique à des entreprises cotées dont la valeur est déterminée par les marchés. En effet, la méthode calcule le risque de défaut en utilisant les informations du bilan de l'entreprise mais également la valeur de marché. Analysons cette méthode à l'aide de deux exemples simplifiés.

Afin de déterminer la probabilité de défaut, la méthode KMV se déroule en trois étapes :

- 1) Déterminer la valeur de marché ainsi que la volatilité des actifs de l'entreprise (Kwok, 2013) ;
2. Calculer la distance au défaut ; (Kwok, 2013)
3. Comparer la distance au défaut calculée avec les probabilités de distance au défaut. (Kwok, 2013)

Prenons deux exemples simples tirés du cours « *Industrial implementation: KMV model* » du mathématicien Yue-Kuen Kwok⁴⁸. Le premier exemple nous permet de calculer l'EDF afin de déterminer un rating par la suite. Quant au second exemple, celui-ci nous permet de comparer l'EDF d'une même société à deux moments précis dans le temps.

⁴⁸ Yue-Kuen Kwok est professeur de mathématiques à l'université de Hong Kong.

Premier exemple (Kwok, 2013)

La première étape consiste à récolter les données nécessaires à notre calcul de distance au défaut. Voici les données pour notre exemple :

Valeur de marché actuelle des avoirs	$V(n) = \$1000$
Croissance annuelle attendue des avoirs	$U = 20\%$
Valeur de marché en N+1 des avoirs	$V(n+1) = \$1200$
Volatilité annualisée des avoirs	$V_0 = 100$
Point de défaut ⁴⁹	$D = \$800$

Seconde étape, la distance au défaut est calculée : $Df = \frac{1200-800}{100} = 4$.

Dernière étape : grâce aux probabilités de distance de défaut, nous savons que parmi les 5000 entreprises ayant une distance de défaut de 4, 20 d'entre elles ont fait défaut en un an. Ce qui nous donne : $EDF = \frac{20}{5000} = 40 \text{ pb}$. Nous obtenons un EDF de 40 pb⁵⁰, ce score sera ensuite traduit en notation.

⁴⁹ Seuil en dessous duquel l'entreprise fait défaut.

⁵⁰ pb = points de base. Un point de base équivaut à un centième de pourcent où 100 points de base correspondent à 1%.

Deuxième exemple (Kwok, 2013)

Ce second exemple suit les mêmes étapes que le premier ci-dessus.

Année	Novembre 1997	Février 1998
Valeur de marché actuelle des avoirs ⁵¹	\$12,6	\$12,2
Volatilité annualisée des avoirs	15%	17%
Point de défaut	\$3,4	\$3,5
Distance au défaut	$\frac{12,6 - 3,4}{0,15 \times 12,6} = 4,9$	$\frac{12,2 - 3,5}{0,17 \times 12,2} = 4,2$
EDF	0,06% = 6 <i>pb</i> = AA	0,11% = 11 <i>pb</i> = A

L'exemple nous montre qu'un changement d'EDF peut provenir d'un changement dans la valeur de marché, dans la volatilité mais aussi du point de défaut de l'entreprise.

Avant son rachat par Moody's, la méthode KMV permettait notamment aux banques d'obtenir des ratings précis et fiables. Mais surtout, ces ratings étaient continus et à jour dans le temps en fonction des informations fournies directement par le marché. Alors que les méthodes traditionnelles des agences de notation quant à elles, étaient beaucoup plus coûteuses pour arriver à répliquer le même résultat que l'approche KMV.

Grâce au modèle KMV, il y avait là une réelle opportunité de s'écarter de la main mise de Moody's, Fitch, S&P et de l'oligopole qu'elles formaient. Cependant en 2002, Moody's rachète la société KMV et renforce sa position sur le marché des notations.

⁵¹ Les montants s'entendent en milliards de dollars américains (USD).

Comme l'a dit Richard Herring (2009), le manque de régulation a permis à Moody's de renforcer sa position mais surtout à stopper KMV dans sa recherche vers de nouvelles innovations qui auraient peut-être permis de se détacher de la dépendance aux « Big Three ».

2.d. Instabilité de la notation des produits structurés

En plus du phénomène de « ratings shopping » très présent au sein des produits structurés, les notations accordées à ces produits par les agences se sont montrées peu fiables et correctes. Comme nous l'avons évoqué précédemment, en 2008 l'organisation internationale des commissions de valeurs a émis le souhait de voir créer une échelle de notation propre aux produits structurés. Les agences de notation ne sont pas du même avis et souhaitent conserver une même échelle, ainsi que les mêmes approches afin de quantifier le risque crédit. Nous allons montrer que lors de la crise financière de 2008, les modèles utilisés par les agences de notation pour la notation de produits structurés se sont montrés inadéquats. Pour ce faire, nous analyserons la matrice de transition des produits structurés pour l'année 2008.

Les matrices de transition se matérialisent sous forme d'un tableau indiquant les mouvements des notations, soit les notes sont dégradées ou upgradées, soit les notes restent identiques. Le tableau suivant correspond à la matrice de transition à un an des produits structurés notés par Standard & Poor's pour l'année 2008.

Tableau 2.1 : matrice de transition à un an des produits structurés notés par Standard & Poor's pour l'année 2008.

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC et D	NR
AAA	65,34	5,21	3,94	3,47	2,17	4,04	1,96	2,00	11,87
AA	0,85	62,39	3,42	3,92	3,36	6,23	12,09	3,54	4,22
A	0,23	1,01	59,06	4,62	3,55	3,77	16,48	7,26	4,02
BBB	0,05	0,12	0,87	56,65	4,70	4,46	16,05	13,15	3,95
BB	0,00	0,01	0,03	0,59	53,63	6,11	15,21	21,96	2,47
B	0,00	0,02	0,00	0,00	0,56	45,53	16,70	36,15	1,04
CCC	0,00	0,00	0,00	0,04	0,00	0,04	19,33	80,17	0,43
CC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	96,34	3,66

Source : Standard & Poor's (2009)

Ce tableau nous indique le pourcentage de chaque catégorie de note qui a évolué ou qui est restée identique. Par exemple, 65,34% des notes AAA accordées à des produits structurés ont gardé la même notation ; 5,21% des notes AAA ont été dégradées vers la note AA ou encore, 34,66% des notations ont été dégradées au cours de l'année 2008. Ce tableau nous montre clairement l'instabilité des notations accordées aux produits structurés et les dégradations massives subies par ces notes. En 2008, la SEC pointe du doigt l'incapacité des agences à anticiper la crise en mettant en cause le manque de transparence des modèles utilisés, ainsi que la présence de conflits d'intérêt (Gaillard, 2012).

La faiblesse des modèles utilisés pour la notation des produits structurés apparaît clairement. Les agences de notation sont coupables, tout comme le modèle de rémunération "émetteur-payeur" qui a également sa part de responsabilité. En avril 2011, le sénat américain publie un rapport faisant état de quatre constats concernant la notation des produits structurés.

Le premier fait référence à la volonté des agences de notation de maximiser leurs parts de marché en accordant des notes souvent éloignées de la réalité. Chez Moody's par exemple, certains analystes ont été licenciés car leurs techniques de notation pour les produits structurés comme les CDO et CDO-squared ont été jugées trop conservatrices. (Gaillard, 2012)

Le second constat évoque le fait que les agences de notation ont été mises au courant entre 2003 et 2007 des nombreuses dérives sur le marché immobilier américain comme les spéculations, les difficultés croissantes d'accès aux crédits, etc... mais que celles-ci n'ont pas réagi suffisamment tôt, d'où les dégradations massives de notes en 2008 que nous avons pu observer dans le tableau ci-dessus. (Gaillard, 2012)

Le troisième constat fait état du manque de considération pour les processus de notation des produits structurés. Par exemple en 2000, le chef des produits structurés de Moody's déclare dans un email interne qu'il n'est pas nécessaire d'investir dans la méthodologie des produits structurés. Ces méthodologies deviennent de plus en plus floues tant pour les investisseurs que pour les analystes, celles-ci sont même surnommées « *black boxes* ». Même les analystes sont convaincus du danger associé à ces notations de produits structurés, un analyste de Standard & Poor's écrit ceci dans un email interne : « les agences de notation continuent de créer des monstres de plus en plus gros – le marché des CDO.

Espérons que nous serons tous bien portants et à la retraite lorsque ce château de cartes s'effondrera ». (Gaillard, 2012)

La quatrième constat porte sur la manque d'effectif mis en place par les agences. Prenons pour exemple l'agence Moody's, ses effectifs chargés de noter les CDO ont augmenté de 24%, alors que le marché des notations des CDO a quant à lui augmenté de 700% (Gaillard, 2012).

2.e. Conclusion

Cette seconde partie a permis de montrer les faiblesses des modèles utilisés par les agences pour quantifier le risque crédit lié aux produits structurés mais aussi le manque de régulation dont fait preuve le marché des notations, qui a notamment permis le rachat de la firme KMV par Moody's. En effet, avant ce rachat, il y avait une réelle opportunité de se détacher de l'emprise des « Big Three » grâce à l'EDF.

La troisième et dernière partie de ce mémoire se concentrera sur les régulations en place sur le marché des notations, et nous aborderons également plusieurs pistes d'amélioration pour le marché des notations.

Partie 3 : régulations en place et pistes d'amélioration pour le futur

« Il faut se réjouir que, rejetant le fatalisme face à une crise, l'être humain cherche à en trouver le responsable car ce n'est qu'après avoir identifié la cause de celle-ci qu'un remède durable peut être développé. Toutefois, il faut prendre garde à ce que cette recherche de responsabilité ne dévie pas en une quête du bouc émissaire » (De Callatay, 2013)

3.a. Introduction

Durant les sections précédentes, nous avons compris l'importance du rôle des agences de notation au sein de nos marchés financiers. En effet, elles jouent un rôle de guide pour l'investisseur. Toutefois, les agences font souvent l'objet de critiques. Primo, son *business model* « émetteur-payeur » que nous avons évoqué précédemment. Selon de nombreux auteurs, ce modèle induirait une forme de conflit d'intérêt qui rendrait les notations biaisées. Secundo, notre analyse du rapport de la SEC nous a permis d'identifier une forme de marché oligopolistique dont Moody's, Fitch et Standard & Poor's sont les principaux acteurs. Vu l'importance du rôle des agences toujours croissant, de nombreuses régulations ont été mises en place afin d'améliorer ce marché des notations.

Durant cette dernière partie, nous aborderons les régulations déjà mises en place en Europe et aux États-Unis, ainsi que différentes pistes d'amélioration du marché. Nous aborderons par exemple le cas de l'agence Scope Ratings qui souhaite s'implanter et se construire une réputation de taille sur le marché européen, ou bien encore le projet INCRA.

3.b. Code de conduite OICV - Premiers pas vers un système de régulation européen

En 2003, l'OICV⁵² (angl. IOSCO) publie une série de principes concernant les activités des agences, intitulé « *IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* ». Dans cette publication, l'OICV aborde les thèmes suivants : qualité et intégrité du processus de notation, indépendance et conflits, transparence et divulgation des notes, informations confidentielles. Revenons sur la critique souvent reprochée aux agences de notation qui est : le conflit d'intérêt qu'elles pourraient avoir avec les émetteurs, dû notamment au modèle « émetteur-payeur ». Ce thème indépendance et conflits d'intérêt décrit dans la réglementation OICV regroupe une série de principes que les agences devraient respecter afin de conserver leur impartialité et intégrité :

1) Les agences de notation devraient mettre en place des mécanismes et procédures internes qui leur permettront d'identifier et d'éliminer, de gérer et rendre public tout conflit d'intérêt actuel ou potentiel qui pourrait avoir un impact sur les notations (OICV-IOSCO, 2003) ;

2) La notation attribuée par l'agence de notation ne devrait pas être influencée par une potentielle ou actuelle relation commerciale entre l'agence et l'émetteur (OICV-IOSCO, 2003) ;

3) Les agences et employés de celles-ci ne devraient pas être engagés dans des activités financières qui pourraient être en conflit d'intérêt avec les activités de notation (OICV-IOSCO, 2003) ;

4) Les revenus des employés ne devraient pas être corrélés en fonction des revenus qu'une agence tire d'une relation avec un émetteur (OICV-IOSCO, 2003) ;

5) La détermination d'une notation devrait être uniquement influencée par des facteurs pertinents au processus de notation (OICV-IOSCO, 2003) ;

⁵² Organisation internationale des commissions de valeurs.

6) Les agences devraient dévoiler la nature des compensations financières qui existent avec l'émetteur qu'elles notent (OICV-IOSCO, 2003).

En 2004, l'OICV publie un nouveau code de conduite intitulé : « *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* ». Il vient compléter ce premier règlement. Les agences s'engageront à respecter ces principes mis en place. Pour preuve en 2011, Moody's publie un code de conduite professionnel qu'elle met en place au sein de l'agence, en accord avec les principes instaurés par l'OICV en 2003.

En 2007, l'ESMA publie un rapport sur le respect du code de conduite OICV par les agences de notation. Quatre agences acceptent de collaborer à ce rapport (S&P, Fitch, Moody's et Dominion Bond Rating Service Limited). Ce premier rapport est positif puisqu'il nous indique que les agences ont intégré de nombreux principes instaurés par le code de conduite OICV. Toutefois, il nous apprend également que certains efforts sont encore à fournir, notamment concernant la séparation des services de notation. (ESMA, 2007)

Concernant l'implémentation du second règlement mis en place par l'OICV en 2004, le FSB⁵³ recommande aux gouvernements de s'assurer que les agences de notation intègrent le plus rapidement possible le règlement proposé par l'OICV en mettant en place des réglementations à cet effet. En 2008, un rapport de l'ESME⁵⁴ rejette la mise en place de telles réglementations en indiquant que les bénéfices ne seraient pas supérieurs aux coûts engendrés. (De Haan & Amtenbrik, 2011)

Ce règlement OICV est le point de départ de la mise en place de réglementations européennes. La Commission européenne met en évidence le manque de fiabilité dans la notation des agences, notamment lorsque celles-ci ont sous-évalué le risque associé à des produits de titrisation comme nous l'avons analysé précédemment. La Commission évoque comme raison possible le fait que le marché oligopolistique de la notation n'incite pas les agences de notation à rendre des évaluations de qualité. En octobre 2007, la Commission européenne commande, auprès de l'ESME, un rapport sur les agences de notation et le besoin de régulation les concernant.

⁵³ Conseil de stabilité financière (anciennement FSF « *Financial Stability Forum* ») est un groupement économique qui a pour objectif de promouvoir la stabilité financière internationale.

⁵⁴ L'ESME est un groupe d'experts des marchés européens des valeurs mobilières.

Au terme de ce rapport, la Commission reconnaît le second règlement de l'OICV comme étant un benchmark global. Néanmoins, elle lui reconnaît de nombreuses faiblesses qui ont besoin d'être surpassées afin de rendre ce règlement applicable à 100%. Voici les critiques adressées au règlement OICV : le règlement est trop abstrait et manque d'aspects pratiques afin d'être réellement efficace, il est trop complexe à appliquer, il ne met en place aucune forme de répression en cas de non application. (European Commission, 2008)

La Commission européenne considéra quatre options possibles :

- *Option 1* : Garder un statu quo (mécanisme d'autorégulation sur base du règlement proposé par l'OICV) (European Commission, 2008)
- *Option 2* : établir un code de conduite européen et mettre en place un organisme chargé de surveiller l'application du code par les agences de notation, toutefois sans aucune règle répressive en cas de non-application (European Commission, 2008)
- *Option 3* : la Commission européenne émet des règles non contraignantes (European Commission, 2008)
- *Option 4* : légiférer afin d'établir un cadre pour la surveillance et l'enregistrement des agences de notation (approche législative) (European Commission, 2008)

C'est l'approche législative qui l'emporte, la Commission décide d'établir une proposition de régulation pour les agences de notation : « *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies* ». La Commission européenne reconnaît que l'approche législative est la seule capable de produire des règles juridiquement contraignantes et un mécanisme d'application efficace. Cette proposition de règlement fût finalisée le 12 novembre 2008 à Bruxelles.

3.c. Règlement (CE) n° 1060/2009 (« CRA 1 ») du Parlement Européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit – Éviter les fautes du passé

La proposition de règlement rédigée en 2007 fût transposée en règlement par les signatures du président du Parlement européen et du président du Conseil européen le 16 septembre 2009. Ce règlement sera amendé en mai 2011 afin de prendre en compte la création de l'ESMA, ce nouveau règlement sera appelé « CRA 2 » (n°513/2011). Plus tard dans le contexte de crise de la dette souveraine, « CRA 3 » entre en vigueur le 20 juin 2013 (Petitjean, 2012). Ce dernier contiendra, en plus des précédents, certaines obligations pour les émetteurs et sponsors.

Ce règlement n°1060/2009 a pour objectif, hormis le fait de réguler les activités des agences de notation, d'établir un terrain de jeu équitable entre les marchés américain et européen. Depuis l'été 2007, année où « *The US Credit Rating Agency Reform Act* » est entrée en vigueur, le marché des notations américain subit toute une série de réglementations visant à réguler les activités des agences. La Commission européenne souhaite en faire de même en introduisant des réglementations comparables à celles mises en place par le régulateur américain. (European Commission, 2008)

De Haan et Amtenbrink (2011) identifient trois éléments majeurs dans le règlement de la Commission européenne n°1060/2009 (« CRA 1 »), à savoir : l'enregistrement des agences de notation, un code de conduite pour les agences enregistrées et la supervision des agences enregistrées. Parcourons quelques enjeux de cette nouvelle réglementation européenne.

« CRA 1 »

L'enregistrement des agences de notation

Le règlement ne s'applique qu'aux notations émises par les agences enregistrées dans l'Union européenne. Il n'existe aucune obligation législative d'enregistrement pour les agences. Toutefois, si une institution souhaite faire appel à une notation, le règlement impose que celle-ci émane d'une agence enregistrée. Si les agences souhaitent conserver leur clientèle, elles n'ont d'autre choix que de se faire enregistrer au sein de l'Union. L'enregistrement est donc une condition sans appel si une agence souhaite être reconnue comme ECAI (*External Credit Assessment Institution*). (Weemaels, 2013)

Pour les agences souhaitant s'enregistrer, l'unique possibilité est l'enregistrement auprès de l'ESMA. Dans un article publié en 2011, Steven Maijoor⁵⁵ précise qu'il ne s'agit pas réellement d'un enregistrement mais plutôt d'une demande de licence permettant aux agences d'exercer leurs fonctions en Europe. Voici quelques exemples d'informations à fournir pour la demande d'enregistrement auprès de l'ESMA: statut juridique, structure de l'actionnariat, informations concernant les filiales du groupe, etc. (Voir annexe 1.6 pour la liste exhaustive des informations à fournir.)

L'enregistrement prenait un certain temps, et ce dû à la complexité et l'importance des informations à fournir. On parle de près de 30,000 pages de documents d'information fournis par les trois agences Moody's, S&P et Fitch pour leur demande d'enregistrement. (Weemaels, 2013)

Un code de conduite pour les agences enregistrées

Le code de conduite instauré par le règlement a été en grande partie inspiré par le code de conduite OICV. Une des règles les plus importantes de ce code concerne les produits structurés. En effet, les notations accordées aux produits structurés doivent faire mention d'une annotation particulière afin de clairement distinguer les produits structurés de ceux qui ne le sont pas. Comme le dit très justement Charles Goodhart⁵⁶ : « auparavant les investisseurs ne comprenait pas qu'un triple A pour une obligation d'état ne reflétait pas le même risque qu'un triple A pour un produit structuré ». Une autre règle importante, parmi d'autres, instaurée par le code concernera la transparence des méthodologies utilisées pour le processus de notation.

La supervision des agences enregistrées

Ce dernier volet de la réglementation « CRA 1 » fournit aux autorités compétentes d'un état membre la capacité de faire respecter le code de conduite à l'aide de règles contraignantes. Il vient pallier la critique majeure faite au règlement OICV qui était : le

⁵⁵ Steven Maijor est le président de l'ESMA depuis sa création en 2011.

⁵⁶ Charles Goodhart est un économiste, il a notamment enseigné à la London School of Economics, l'Université de Cambridge. Il travailla également à la Banque d'Angleterre pendant près de 30 ans.

manque de règles contraignantes ainsi que de formes de répression en cas de non-application de ce règlement OICV. Cela reflète son caractère d'autorégulation.

« CRA 2 »

Les objectifs de l'amendement de « CRA 1 » par « CRA 2 » sont la mise en place d'un système de répression et de sanctions plus important que dans le règlement « CRA 1 », ainsi que le transfert de compétences des états membres vers l'ESMA⁵⁷. Cette dernière sera désormais en charge de l'enregistrement des agences de notation mais aussi de la supervision du côté répressif en cas de non-application du règlement. « CRA 2 » relève septante-trois cas où une infraction serait commise par une agence (voir annexe 1.7 pour la liste exhaustive des infractions reprises dans le règlement 513/2011 « CRA 2 »). (European Commission, 2011)

« CRA 3 »

« CRA 3 » entre en vigueur le 20 juin 2013, il vient amender les réglementations mises en place précédemment par l'Europe mais intègre également de nouvelles obligations pour les émetteurs et sponsors. (Craske *et al.*, 2013)

Voici les nouvelles réglementations proposées par « CRA 3 » :

- en cas de notation de produits structurés, minimum deux agences de notation distinctes doivent accorder une notation (Craske *et al.*, 2013) ;
- lorsque qu'un émetteur fait appel à au moins deux agences de notation, celui-ci doit faire appel à une « petite » agence (on comprend ici une agence détenant moins de 10% de parts de marché) (Craske *et al.*, 2013) ;
- toute institution proposant ou étant à l'origine d'un produit structuré devra publier les informations suivantes concernant le produit : la qualité de crédit, les cash-flows, le collatéral et la structure du produit (Craske *et al.*, 2013) ;

⁵⁷ Autorité européenne des marchés financiers.

- l'instauration de mesures permettant de réduire la dépendance envers les agences de notation (Craske *et al.*, 2013).

Au 12 décembre 2014, date du dernier enregistrement, quarante et une agences de notation étaient enregistrées et certifiées auprès de l'ESMA, respectant ainsi les réglementations entrées en vigueur avec le règlement (CE) n° 1060/2009 (« CRA 1 ») en 2009 (voir annexe 1.8 pour la liste exhaustive des agences de notation enregistrées et certifiées auprès de l'ESMA). (Esma, 2014)

Nous sommes plutôt optimistes face aux régulations mises en place en Europe. Il y a quelques années encore, avant le règlement de l'OICV, aucune forme de régulation venant contrôler les agences de notation n'existait. Aujourd'hui, presque dix ans plus tard, nous assistons à une réglementation de plus en plus forte avec des organes de contrôle efficaces comme l'ESMA, ainsi qu'à une réelle volonté du législateur de renforcer le cadre dans lequel évoluent les agences de notation.

Cependant, nous sommes conscients qu'il reste encore beaucoup de tâches à réaliser tant sur le plan législatif que sur le plan technique. En 2013, Verena Ross⁵⁸ déclarait qu'il restait encore beaucoup de travail à accomplir et que les échéances prévues en 2013 afin de finaliser les nouveaux règlements seraient difficiles à atteindre, et par conséquent il faudrait plus de temps au régulateur pour le laisser accomplir ses tâches (Weemaels, 2013).

3.d. Quelles régulations pour les États-Unis ?

Jusqu'en 1975, les agences de notation ne sont soumises à aucune forme de régulation. Lynn Bai⁵⁹, à propos de la régulation des agences de notation aux États-Unis, déclare : « *in the United States, credit rating agencies were largely unregulated until the enactment of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006* » (Bai, 2010, p. 45). Pourtant, le législateur n'a cessé de renforcer leur fonction et leur nécessité sur les marchés notamment en utilisant les notations afin de déterminer le capital minimum de certaines institutions financières.

⁵⁸ Verena Ross est la directrice exécutive de l'ESMA depuis mars 2011.

⁵⁹ Lynn Bai est professeur de droit à l'université de Cincinnati.

C'est en 1975 que la première forme de régulation apparaît avec l'instauration du statut NRSRO par la SEC mais ce statut ne fait que renforcer la position dominante de Moody's, S&P et Fitch sur le marché de la notation. Ce statut fournit une accréditation à l'agence de notation qui est alors reconnue par la SEC et peut ainsi exercer ses activités sur le marché américain. Fabienne Collard (2011) rappelle que les critères de sélection sont restés très flous et peu transparents, ceux-ci se sont révélés en réalité être favorables aux « Big Three ». En effet, la SEC a reconnu qu'un des critères pris en compte était « la reconnaissance de fiabilité au niveau national » (Hublet, 2013, p. 46). Par conséquent, comme l'a si bien évoqué Claire Hill⁶⁰ (2004) « une agence devait être reconnue au niveau national pour obtenir le statut de NRSRO, mais devait être une NRSRO pour être reconnue au niveau national ». Nous comprenons à présent pourquoi seulement les trois grandes agences ont obtenus l'accréditation à l'époque, mais également pourquoi la position dominante de celles-ci s'est renforcée. Aujourd'hui, dix⁶¹ agences de notation détiennent le statut de NRSRO accordé par la SEC. Cette augmentation est due notamment à l'adoption du « *Credit Rating Agency Reform Act* » par le congrès américain en 2006. Ce dernier énonce à présent des critères de sélection précis pour devenir une NRSRO mais insiste également sur plus de transparence de la part des agences de notation.

De plus, La SEC se voit attribuer plus de pouvoir afin d'apporter plus de transparence sur les marchés mais ne peut toutefois pas réguler les notations ou le *business model* des NRSROs. En 2009, la SEC instaure plusieurs formes de régulation applicables aux NRSROs, par exemple une agence ne peut attribuer une notation à une entité qui aurait déjà bénéficié d'une activité de conseil de la part de l'agence en question (White, 2010b).

Le 21 juillet 2010, le Congrès américain adopte le « *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Le *Dodd-Frank Act* », c'est un arsenal législatif développé en réponse aux différentes crises financières subies par les États-Unis et particulièrement à la crise des subprimes.

⁶⁰ Claire Hill est professeur de droit à l'université du Minnesota.

⁶¹ « A.M. Best » ; « DBRS » ; « Egan-Jones Ratings Company » ; « Fitch » ; « HR Ratings de México, S.A. de C.V. » ; « Japan Credit Rating Agency, Ltd. » ; « KBRA » ; « Moody's » ; « Morningstar » ; « S&P ». (SEC, 2014)

Le titre complet de cet acte est : « *To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.* » (SEC, 2011, p. 1)

Le *Dodd-Frank Act* s'attaque, via certaines dispositions, aux NRSROs sur les thèmes de la transparence et des conflits d'intérêt. Cet acte de loi a notamment créé un nouvel organe de supervision des activités des NRSROs au sein de la SEC, il s'agit de l'*Office of Credit Ratings*. La responsabilité des agences est aussi visée dans cet acte. En effet, sous le couvert du *Credit Rating Agency Reform Act*, la responsabilité des agences de rating n'était pas engagée car celles-ci étaient sous la protection du 1^{er} amendement à la Constitution américaine (Hublet, 2013). Cependant la situation évolue avec l'adoption du *Dodd-Frank Act*, ce dernier reconnaît une capacité d'action aux investisseurs qui pourraient apporter la preuve qu'une agence a échoué dans l'évaluation raisonnable d'un titre, de façon volontaire ou non (Hublet, 2013).

Nous voyons qu'aux États-Unis comme en Europe, les régulations sont arrivées tardivement. Nous déplorons l'attitude du régulateur qui a attendu plusieurs crises financières importantes avant d'agir ; alors que durant des années, il n'a fait que renforcer le pouvoir des agences. Cependant, les régulations américaines sont prometteuses selon nous, même si nous sommes conscients qu'il leur reste encore beaucoup de chemin à parcourir.

3.e. Création d'une agence de notation européenne (ERA) – une idée prometteuse ?

Début 2010, peu après les premières réglementations mises en place par l'Europe, la création d'une agence de notation européenne (ERA) est souvent évoquée par de nombreux auteurs, experts ou encore chefs d'état comme la chancelière allemande Angela Merkel. En 2011, le cabinet de conseil en stratégie Roland Berger Strategy déclare qu'il penche sur le projet de création d'une agence de notation européenne n'utilisant pas le modèle « émetteur-payeur » comme source de financement. On peut alors se poser la question du mode de financement de cette agence ? En effet, comme nous l'avons mis en évidence dans la première partie du mémoire, le modèle « émetteur-payeur » est source de conflit d'intérêt. Roland Berger dévoile un premier projet d'agence de notation européenne en 2012. Le modèle de

financement de ce projet avait pour objectif de supprimer le problème de conflit d'intérêt. L'ERA devait être une association sans but lucratif mais aussi être financée par un consortium d'une trentaine d'institutions financières. Cependant ce projet ne verra jamais le jour, en 2013 Le Figaro titre « UE : projet d'agence de notation enterré ». Analysons plus en détail ce projet afin d'évaluer les pour et les contre.

Roland Berger avait dévoilé de nombreuses caractéristiques que devait revêtir l'ERA, en voici quelques-unes décrites par Jérémie Uhr (2012) :

- l'agence aurait la forme d'une association sans but lucratif et financée par un consortium d'institutions financières afin d'éviter toute forme de conflit d'intérêt (Uhr, 2012) ;
- l'agence engagerait sa responsabilité juridique dans les notations, c'est-à-dire que les investisseurs auraient une capacité d'action dans le cas d'une analyse qui se trouverait erronée ou mal menée (Uhr, 2012) ;
- un conseil d'universités serait formé afin de veiller à l'indépendance et à la transparence de l'agence (Uhr, 2012) ;
- les méthodes d'analyse et le processus de notation seraient transparents et par conséquent accessibles à tous les investisseurs (Uhr, 2012).

Toutes ces caractéristiques nous semblent de bon augure et paraissent supprimer de nombreuses critiques faites aux agences de notation comme le manque de transparence, le mode de financement, etc. Alors pourquoi ce projet n'a-t-il jamais vu le jour alors qu'il semblait prometteur ?

Nous avons introduit ce mémoire par la notion de capital réputationnel, ce capital est à la base des agences de notation. Nous avons vu que les agences se défendent de tout conflit d'intérêt justement pour maintenir leur réputation mais aussi la confiance de l'investisseur. Alors, cette nouvelle agence de notation européenne aurait-elle suffisamment de crédit auprès des investisseurs que pour être largement utilisée et ainsi diminuer la domination du marché des notations par Moody's, Fitch et S&P ? Selon nous, la réponse est non. Les trois agences

dominantes ont mis des dizaines d'années à se construire, se forger une réputation mais aussi acquérir les capacités nécessaires afin d'être efficaces sur un marché complexe. Cela prendrait beaucoup de temps à l'ERA avant d'obtenir la confiance des investisseurs et se construire une réputation. Cependant, le régulateur européen pourrait obliger les investisseurs à recourir à cette nouvelle agence. Cela a notamment été le cas avec les accords de Bâle et le ratio de McDonough, qui ont rendu les notations des « Big Three » indispensables. Alors pourquoi ne pas faire pareil avec l'ERA ?

Par ailleurs, Mikael Petitjean (2012), dans son article intitulé « De l'(in)utilité des agences de notation », met en évidence la possibilité d'un conflit d'intérêt entre l'agence de notation européenne et les pouvoirs politiques. Le conflit d'intérêt consisterait en une surévaluation des notations de titres de dettes d'un état membre par l'agence de notation européenne. Il soutient également que dans le cas de crises financières, dues à cette surévaluation, les états pourraient subir des dégradations de notes importantes. Ceci aurait par conséquent un effet dévastateur sur leurs capacités de financement ainsi que sur leur économie. Il affirme qu'il ne faut pas simplement créer une agence qui serait transparente en façade comme l'est par exemple l'agence chinoise Dagong Global Credit Rating, mais bien une véritable agence indépendante. Une solution envisageable à ce conflit d'intérêt serait de limiter la capacité d'évaluation des agences au domaine des émetteurs privés uniquement. (Petitjean, 2012)

Mikael Petitjean n'est pas le seul à critiquer à ce projet d'agence européenne, Etienne de Callatay (2013) déclare que ce projet n'est pas une piste prometteuse. Il évoque que nous reprochons déjà la dominance oligopolistique des « Big Three », quid alors d'une situation de monopole sur notre marché européen ?

Une des problématiques concernait également le financement des 300 millions d'euros nécessaires. Selon Bruno Colmant, fin 2012 le consortium d'institutions financières pour le financement engageait déjà 200 millions d'euros sur les 300 millions nécessaires (Uhr, 2012). Toutefois, cela ne fût pas suffisant. Dans un article de Bloomberg Business datant de 2013 intitulé « *European Rating Agency Plan Founders on Lack of Financing* », Markus Krall (responsable du projet ERA) déclare “*Despite existing promises, we were unable to reach critical mass for the start*” (BloombergBusiness, 2013, para. 4)

Nous comprenons les critiques qui ont été faites au projet ERA, selon nous certaines étaient justifiées, d'autres moins. Nous sommes conscients qu'il y a un réel travail à accomplir et des besoins colossaux pour mettre en œuvre un projet pareil. Toutefois, nous sommes persuadés que l'idée était prometteuse, peut-être que le projet d'une agence de notation européenne n'est pas à écarter définitivement.

3.f. Scope Ratings – un modèle de transparence ?

Scope Ratings est une agence de notation allemande fondée en 2002, détenue par la famille Schoeller. Celle-ci se positionne comme une agence de notation transparente aux yeux des investisseurs, exerçant ses fonctions en Europe. Lors de sa création, Scope Ratings s'est spécialisée dans la notation de valeurs immobilières. En 2012, elle obtient l'accréditation de l'ESMA et est alors considérée comme une agence de notation européenne. La même année, elle étend ses activités au marché automobile en fusionnant avec PSR Rating spécialisée dans l'analyse d'entreprises automobiles allemandes. En 2012, 2013 et 2014, Scope Ratings se lance respectivement dans la notation d'entreprises privées, de produits structurés et d'institutions financières. (Scope Corporation AG, 2015)

Scope Ratings est en pleine expansion sur le marché des notations. Lorsque nous nous sommes intéressés de plus près à Scope Ratings, nous avons été interpellés par la transparence dont fait preuve l'agence. En effet, le site web donne accès à une série de documents permettant aux investisseurs d'obtenir de plus amples informations sur les méthodologies mises en place pour chaque type de notation accordé par l'entreprise. Nous pouvons y retrouver des documents comme « *Rating Methodology Sub-soverein credit rating* » ou encore « *Bank Rating Methodology* », expliquant en détail les méthodes appliquées par l'agence. Ces documents, mis à disposition des investisseurs qui souhaitent s'intéresser de plus près aux méthodologies appliquées par les agences de notation, reflètent l'importance pour Scope Ratings d'établir des méthodes transparentes au sein du groupe.

Nous sommes convaincus que la transparence est primordiale sur le marché des agences de notation. Tout simplement parce que la transparence permet de réduire l'asymétrie de l'information entre les différents acteurs de marché. Comme nous l'avons expliqué, le marché des notations repose sur l'information fournie ; un marché plus transparent permettrait

d'augmenter la confiance des investisseurs et par conséquent d'obtenir plus d'efficience sur les marchés.

Scope Ratings a compris qu'il fallait faire preuve de transparence si elle souhaitait s'élever au même niveau que les « Big Three ». San Theodore, analyste responsable de l'équipe londonienne de Scope Ratings, affirme notamment que la notation bancaire doit être plus transparente et prospective à l'avenir. (LaTribune, 2013)

Depuis sa création, l'agence est en développement constant, elle possède de nombreux bureaux dans les villes importantes d'Europe. La presse reconnaît la croissance de Scope Ratings, ainsi que leur volonté de détrôner Moody's, Fitch et Standard & Poor's. En 2013, LeFigaro titrait : « Une agence de notation européenne défie Standard & Poor's, Moody's et Fitch ». Aujourd'hui, il est encore trop tôt pour déterminer l'avenir de Scope Ratings sur le marché des notations. Il faudra attendre plusieurs années et prendre du recul afin d'évaluer l'évolution du marché et de ses acteurs, mais nous sommes convaincus que l'agence a un bel avenir devant elle.

3.g. Doit-on banaliser les notations ?

Cette idée est reprise par Etienne De Callataÿ, dans l'ouvrage « Les agences de notation financière. Entre marchés et états ». Selon l'auteur, il faudrait tout simplement banaliser les notations. Nous sommes d'avis que cela a du sens. En effet, les notations sont devenues incontournables et les investisseurs s'y fient aveuglément pour plusieurs raisons.

Le législateur et les régulateurs ont rendu le recours aux agences de notations presque indispensables, notamment avec les accords de Bâle II et le ratio de McDonough que nous avons déjà évoqué plus tôt dans ce mémoire. Mais aussi, la complexité des marchés financiers et des industries joue également un rôle. Les investisseurs n'ayant pas suffisamment de compétences afin de réaliser eux-mêmes une évaluation correcte de l'émetteur, ceux-ci se tournent dès lors vers les agences qui ont l'expérience pour fournir ce genre d'informations. Par ailleurs, les notations des agences font souvent l'objet d'une attention particulière à la une des journaux, ce qui par conséquence renforce leurs pouvoir et importance aux yeux des investisseurs. Nous comprenons aisément que les agences sont devenues indispensables aux investisseurs, toutefois il faut se poser la question suivante : les agences de notation n'ont-

elles parfois pas tort ? L'histoire nous a montré que oui, les agences ont eu et continueront à avoir parfois tort car l'économie n'est pas une science exacte et l'évaluation de risque crédit prend en compte beaucoup de facteurs qui ne sont pas toujours prévisibles. Pourquoi alors considérer les notes des agences comme le Saint Graal ?

Nous sommes du même avis que l'auteur Etienne De Callatay. Les investisseurs doivent banaliser les notes des agences, prendre du recul mais aussi comprendre que les notes peuvent être faillibles. Il émet l'idée de plus de concurrence entre les agences sur le marché afin de banaliser les notations émises. Cependant, il reconnaît que l'oligopole a certains avantages qui disparaîtraient avec une concurrence accrue entre les agences de notation. Comme par exemple le capital réputationnel abordé au chapitre premier, car au plus une agence a une forte réputation, au plus la qualité du travail attendue par les investisseurs est importante. (De Callatay, 2013)

3.h. Rapport de la fondation Bertelsmann – Projet INCRA

La fondation Bertelsmann est active dans la recherche, l'étude et la publication de rapports dans différents domaines comme la santé publique, la politique, l'économie, l'éducation etc. (Bertelsmann Foundation, 2015)

Ce rapport a pour objectif de dresser les différents challenges auxquels s'oppose le marché de la notation dans l'exercice des évaluations souveraines. Ce rapport propose la création d'une agence de notation internationale à but non lucratif (INCRA), se concentrant sur la notation souveraine afin de faire face aux diverses critiques auxquelles sont confrontées les agences à l'heure actuelle comme le manque de transparence, les conflits d'intérêt, etc. (Bertelsmann Foundation, 2012)

La fondation Bertelsmann défend son projet en déclarant : « Cette agence pourrait être la première institution capable de rassembler les intérêts des investisseurs soucieux de la bonne qualité des notations, et les aspirations des gouvernements et de l'opinion publique à travers le monde qui sont en faveur d'une plus grande transparence, de davantage légitimité, mais aussi d'une obligation renforcée de rendre des comptes » (Bertelsmann Foundation, 2012, para. 13). Pour atteindre ces objectifs, la fondation préconise par exemple l'instauration d'un "*Stakeholder Council*" qui serait en charge de surveiller les liens entre les activités

opérationnelles et les investisseurs (voir annexe 1.9 pour plus de détails sur le schéma organigramme du projet INCRA). Cette agence serait financée par un fonds d'investissement ouvert aux sociétés, gouvernements, et particuliers.

L'INCRA a émis des notations souveraines pour l'Allemagne, le Brésil, le Japon, L'Italie et la France. Le système de notation est totalement différent de celui que l'on connaît aujourd'hui avec Moody's, S&P ou Fitch par exemple. La notation est composée « d'indicateurs macroéconomiques et prospectifs (*forward-looking indicators*) » (Bertelsmann Foundation, 2012).

Ces indicateurs prospectifs reprennent par exemple la capacité du gouvernement à gérer les crises économiques passées, la cohésion sociale du pays ou encore la présence de corruption. Le graphe suivant nous montre la notation souveraine de l'Italie pour l'année 2015 selon l'INCRA (voir annexe 1.10 pour le rapport d'analyse complet de la notation souveraine de l'Italie réalisée par l'INCRA).

Graphe 3.1 : notation souveraine de l'Italie pour l'année 2015 selon l'INCRA



Source : Bertelsmann Foundation (2015)

Ce projet INCRA propose une alternative intéressante, à nos yeux, au système de notation que nous connaissons aujourd'hui et ce pour deux raisons. Premièrement, les rapports présentés font preuve de transparence dans les critères macroéconomiques et prospectifs. Deuxièmement, le modèle de rémunération « émetteur-payeur » est remplacé par un modèle de rémunération permettant d'éviter tout conflit d'intérêt à ce niveau. En conclusion, ce projet a selon nous un avenir prometteur, toutefois il devra faire ses preuves s'il souhaite voir le jour dans un futur proche.

3.i. Conclusion

L'autorégulation a été prônée durant de nombreuses années par les agences de notation et le législateur. Après avoir rendu les notations des agences indispensables sur nos marchés financiers, comme avec le ratio de McDonough par exemple, les régulateurs ont voulu limiter leur pouvoir. Toutefois avec le recul, nous voyons que les régulations ont été trop tardives.

Par ailleurs, notons également que depuis la crise financière de 2008, la mise en place de régulations tant sur le marché américain qu'europpéen s'est accélérée. Bien que tardives, nous sommes d'avis que les réglementations mises en place par le législateur, comme le règlement OICV et « CRA1/CRA2/CRA3 » en Europe mais aussi le « *Credit Rating Agency Reform Act* » aux États-Unis sont de bon augure pour le futur. Celles-ci démontrent la volonté du régulateur de rendre le marché des notations plus transparent, moins dépendant face aux agences de notation, mais aussi sa volonté de supprimer les conflits d'intérêt découlant du modèle de rémunération « émetteur-payeur ».

Nous sommes conscients que le travail du régulateur est loin d'être terminé, toutefois des projets et pistes d'amélioration intéressants se mettent en œuvre comme notamment le projet INCRA. Ce dernier est la preuve que le marché peut évoluer, il propose des méthodes de notation plus transparentes, un financement permettant d'éviter toute forme de conflit d'intérêt, des notations pouvant s'étendre jusqu'au pays émergents. A nos yeux ce projet a de réels atouts ; s'il voyait le jour il pourrait apporter de nombreuses solutions aux failles actuelles que rencontre le marché des notations financières.

Conclusion

L'asymétrie de l'information est à la base de la création des agences de notation. Ces dernières permettent de combler cette asymétrie en fournissant aux investisseurs du marché une indication sur les capacités de remboursement de l'émetteur du titre de dette. Bien que souvent critiquées pour de nombreuses raisons comme les potentiels conflits d'intérêt, leur manque de connaissance dans la notation des produits structurés ou bien encore leur position oligopolistique sur le marché ; le rôle joué par les agences est justifié car il permet de diminuer l'asymétrie de l'information et par conséquent d'augmenter l'efficacité des marchés financiers.

Nous sommes d'avis que les critiques et controverses dont les agences de notation font l'objet sont en partie justifiées. En effet, il est vrai que le marché est oligopolistique et par conséquent largement dominé par Fitch Ratings, Standard & Poor's et Moody's. Toutefois, nous avons pu voir que l'importance et le pouvoir qu'elles ont acquis aujourd'hui proviennent en majeure partie du législateur. Au fil des années ce dernier a rendu le rôle des agences indispensable sur nos marchés financiers, notamment avec l'instauration du statut de NRSO accordé uniquement aux « Big Three » dans un premier temps, ou encore avec le ratio de McDonough.

Le manque de régulation de la part du législateur a également permis aux trois agences Fitch Ratings, Standard & Poor's et Moody's de renforcer leur position et d'avoir la main mise sur le marché des notations. Comme en 2002, lorsque Moody's racheta la firme KMV qui avait mis au point une mesure du risque révolutionnaire permettant aux banques de gérer le risque crédit sans passer par les agences de notation. En effet, avant ce rachat, il y avait selon nous une réelle possibilité de s'écarter de la main mise des « Big Three » et de leur oligopole.

Par ailleurs, grâce à la matrice de transition à un an des produits structurés, nous avons pu montrer l'instabilité et la faiblesse de leur notation dans ce domaine. Cette matrice a mis en lumière les dégradations massives subies par les produits structurés. Nous pouvons en tirer deux conclusions majeures : primo les agences n'étaient pas suffisamment compétentes dans

ce domaine, cette conclusion est notamment soutenue par un rapport du sénat américain publié en 2011 ; secundo l'économie n'est pas une science exacte. Par conséquent, les agences sont faillibles. Les investisseurs ne devraient pas se fier les yeux fermés aux notations émises par les agences mais plutôt prendre un certain recul et ainsi décider leur investissement en conséquence.

Durant la troisième et dernière partie de ce mémoire, nous avons vu les changements et l'évolution qui frappent le marché des notations. Bien que tardives, les régulations mises en place tant en Europe qu'aux États-Unis témoignent de la volonté du législateur de faire évoluer le marché. En effet, les régulations se multiplient depuis plusieurs années, comme par exemple le règlement européen n°1060/2009 qui a déjà été amendé à trois reprises afin de s'adapter aux réalités du marché de la notation. Par ailleurs, nous avons mis en lumière diverses pistes d'améliorations prometteuses pour le futur comme le projet INCRA ou encore les méthodes adoptées par l'agence Scope Ratings. Nous sommes dès lors conscients que le travail du législateur n'est pas terminé, mais il est selon nous en bonne voie.

Enfin, au terme de ce mémoire, nous pensons avoir d'une part approfondi nos connaissances en matière de fonctionnement, rôles et objectifs des agences de notation sur les marchés financiers, et d'autre part compris les différentes critiques et reproches qui leur sont faits. Toutefois, ce mémoire ne prétend pas être exhaustif en la matière. Un prolongement intéressant pourrait être de mesurer dans un premier temps la faisabilité et l'adéquation des régulations qui sont proposées par le législateur au marché des notations. Et dans un second temps, faire un état des lieux à moyen ou long terme du marché afin d'évaluer l'impact des différentes régulations et les évolutions subies par celui-ci.

Bibliographie

A.M. Best Company Inc. (2015). *About A.M. Best*. <http://www.ambest.com/about/> (Consulté le 31 mai 2015)

Ben Ayed, M. (2013). *Essais sur le risque de crédit des obligations: analyse de la migration des notes et des effets de contagion*. Université de Cergy-Pontoise.

Bertelsmann Foundation (2012). *Rapport : Blueprint for INCRA (An International Non-Profit Credit Rating Agency)*.

<http://www.bfna.org/sites/default/files/publications/INCRA%20Report.pdf> (Consulté le 6 juillet 2015)

Bertelsmann Foundation (2015). *INCRA Italy Rating Report 2015*.

http://www.bfna.org/sites/default/files/publications/INCRA_Italy_Rating_Report_2015.pdf (Consulté le 6 juillet 2015)

Bertelsmann Foundation (2015). *What We Do*. <http://www.bfna.org/page/who-we-are> (Consulté le 4 juillet 2015)

Bloomberg L.P. (2015). *Company Overview of ENB Consulting Ltd*.

<http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=51714898> (Consulté le 28 mai 2015)

BloombergBusiness (2013). *European Rating Agency Plan Founders on Lack of Financing*.

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-04-29/european-rating-agency-plan-founders-on-lack-of-financing> (Consulté le 19 juin 2015)

BloombergBusiness (2014). *Hearst to Increase Stake in Ratings Firm Fitch to 80%*.

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-12/hearst-to-increase-stake-in-fitch-to-80-in-1-97-billion-deal> (Consulté le 29 mai 2015)

Business Monitor International a Fitch Group Company (2015). *About BMI Research*.

<http://www.bmiresearch.com/about-us> (Consulté le 29 mai 2015)

Cantor, R. & Packer, F. (1996). Determinants and impacts of sovereign credit ratings. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, October, 37-53.

Clayton, F. (2011). Aligning internal & external communications for reputational and competitive advantage. *Reputation Management Conference*.

Collard, F. (2011). Au cœur des agences de notation. *Les analyses du CRISP en ligne*, (décembre), 17. En ligne http://www.crisp.be/crisp/wp-content/uploads/analyses/2011-12-06_agences_de_notation.pdf

Commission Européenne (2009). *Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit*.

Craske, M., Day, S., Duncan, A., Shiren, N., Cannon, R., & Bell, S. (2013). *CRA3 – New Requirements Affect Issuers, Originators and Sponsors*.
<http://www.cadwalader.com/resources/clients-friends-memos/cra3-new-requirements-affect-issuers-originators-sponsors> (Consulté le 16 juin 2015)

Crisil (2010). *Understanding Bank Loan Ratings*. <http://jbnagarca.org/wp-content/uploads/2012/07/Understanding-Bank-Loan-RatingsSankar-Chakraborti-Compatibility-Mode.pdf> (Consulté le 29 mai 2015)

De Callatay, E., Colmant, B., Dieux, X., Frydman, B., Gollier, J-M., Hublet, A., Lequesne-Roth, C., Lewkowicz, G., Oosterlinck, K., Pirotte, H., Van Waeyenberge, A., & Weemaels, E. (2013). *Les agences de notation financière : entre marchés et états*. Bruxelles : Ed. Larcier.

De Haan, J., & Amtenbrink, F. (2011). Credit Rating Agencies. *DNB Working Paper*, (278), 37.

Dwivedi, D. (2006). *Microeconomics. Theory & Applications*. India : Éd. Pearson Education.

Esma (2014). *List of registered and certified CRAs*. <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs> (Consulté le 16 juin 2015)

European Commission (2008). *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*. 2008/0217 (COD).

European Commission (2011). *Regulation (EU) 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies.*

Fimalac (2015). *History of The Group*. <http://www.fimalac.com/History-of-the-group-1992-2005.html> (Consulté le 29 mai 2015)

Fitch Ratings (2015). *About*. <https://www.fitchratings.com/about> (Consulté le 29 mai 2015)

Gaillard, N., (2010). *Les agences de notation*. Paris : Éd. La Découverte.

Gaillard, N., (2012). La responsabilité éthique des agences de notation. *Transversalités*, (124), 53-67.

Georges, M. (2013). Les Agences de Notation dans la Crise de la Dette en Europe. *Mémoire ESL-UCL*, sous la direction du Prof. V. Bodart.

Hearst Communications Inc. (2015). *About Hearst*. <https://www.hearst.com/about> (Consulté le 29 mai 2015)

Henrard, L. (2013-2014). *Risk Management part 1*. Université Catholique de Louvain.

Herring, R. (2009). Policy Issues Concerning the Reform of the Credit Rating Agencies. *Reform of the credit rating agencies*, 14.

Hindriks, J. (2004). *Économie Publique*. Louvain-la-Neuve : CIACO.

Hirschey, M., Pappas, J. L., & Whigham, D. (1996). *Managerial economics*. Oak Brook : Éd. Dryden Press.

J.D. Power and Associates (2015). *About J.D. Power*. <http://www.jdpower.com/about-us/overview> (Consulté le 28 mai 2015)

Krebsz, M. (2011). *Securitization and Structured Finance Post Credit Crunch: A Best Practice Deal Lifecycle Guide*. Hoboken : Éd. John Wiley & Sons.

Kroll Bond Rating Agency (2015). *About Us*. <https://www.krollbondratings.com/overview> (Consulté le 2 juin 2015)

La Monica, F. (2013). Pistes de réformes sur les agences de notation. Sous la perspective des « Two-Sided Markets ». *Mémoire ESL-UCL*, sous la direction du Prof. A. De Combrugghe.

Lacombe, C., & Michel, A. (2012). *De l'analyste au comité de notation, le travail des agences de A à Z*. http://www.lemonde.fr/crise-financiere/article/2012/01/14/de-l-analyste-au-comite-de-notation-le-travail-des-agences-de-a-a-z_1629622_1581613.html (Consulté le 6 juin 2015)

Langohr, H., & Langohr, P. (2008). *The Rating agencies and their credit ratings, What They Are, How They Work, And Why They Are Relevant*. West Sussex : Éd. Winley.

Larousse (n.d.). *Définitions : oligopole - Dictionnaire de français Larousse*. <http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/oligopole/55880> (Consulté le 30 mai 2015)

LaTribune (2013). *Scope Ratings, la petite agence de notation allemande qui veut jouer dans la cour des grandes*. <http://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/industrie-financiere/20130419trib000760599/scope-ratings-la-petite-agence-de-notation-allemande-qui-veut-jouer-dans-la-cour-des-grandes.html> (Consulté le 21 juin 2015)

Luchetti, A. (2008). *Bond-Rating Shifts Loom In Settlement*. <http://www.wsj.com/articles/SB121251994060742205> (Consulté le 8 juin 2015)

McGraw Hill Financial (2014). *2014 Annual Report*. <http://media.mhfi.com/documents/MHFI-ar2014.pdf> (Consulté le 29 mai 2015)

McGraw Hill Financial Inc. (2015). *S&P Dow Jones Indices*. <https://www.mhfi.com/about/our-businesses/sp-indices> (Consulté le 28 mai 2015)

Moody's Analytics (2015). *History of KMV*. <http://www.moodyanalytics.com/About-Us/History/KMV-History> (Consulté le 8 juillet 2015)

Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc (2015). *Moody's Corporation*. <https://www.moody's.com/Pages/atc.aspx> (Consulté le 28 mai 2015)

Moody's (2000). *Annual report 2000*.

<http://ir.moody.com/Cache/1001187665.PDF?Y=&O=PDF&D=&fid=1001187665&T=&iid=108462> (Consulté le 9 juin 2015)

Moody's (2015). *Investor Presentation*.

<http://ir.moody.com/Cache/1500072241.PDF?Y=&O=PDF&D=&fid=1500072241&T=&iid=108462> (Consulté le 28 mai 2015)

Moody's (2015). *Moody's History: A Century of Market Leadership*.

<https://www.moody.com/Pages/atc001.aspx> (Consulté le 26 mai 2015)

Moody's (2015). *Ratings Definitions*. <https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx>

(Consulté le 3 juin 2015)

OICV-IOSCO (2003). *IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit*

Rating Agencies. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf> (Consulté le 4 juin 2015)

OICV-IOSCO (2015). *About IOSCO*. https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

(Consulté le 4 juin 2015)

Paget-Blanc, E., & Painvin, N. (2007). *La Notation financière. Rôle des agences et méthodes de notation*. Paris : Éd. Dunod.

Partnoy, F. (1999). The siskel and ebert of financial markets? : two thumbs down for the credit rating agencies. *Washington University Law Quarterly*, 3(77), 619-715.

Petitjean, M. (2012). De l'(in)utilité des agences de notation. *Regards Économiques*, (98), 1-20.

Platts (2015). *About Platts*. <http://www.platts.com/about> (Consulté le 28 mai 2015)

Reinebach, A. (1998). Study shows third rating shrinks spreads. *Investment Dealers' Digest*, 64(15), 8.

Roularta Media Group (2015). *Pourquoi investir dans les fonds indiciels*.

<http://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/pourquoi-investir-dans-les-fonds-indiciels/article-normal-21245.html> (Consulté le 28 mai 2015)

S&P Capital IQ (2015). *About Us*. <http://www.spcapitaliq.com/about-us/about-us.html>
(Consulté le 28 mai 2015)

S&P Dow Jones Indices LLC (2015). *About Us*. <http://eu.spindices.com/about-sp-indices/>
(Consulté le 28 mai 2015)

Scope Corporation AG (2015). *Methodology – Downloads*.
<https://www.scooperatings.com/methodologies/list?pSID=1> (Consulté le 21 juin 2015)

Scope Corporation AG (2015). *Our Story*. https://www.scooperatings.com/about/at-a-glance/our_story (Consulté le 21 juin 2015)

SEC (2011). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.
<https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf> (Consulté le 17 juin 2015)

SEC (2014). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*.
<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep1213.pdf> (Consulté le 29 mai 2015)

Standard & Poor's Financial Services LLC (2015). *More Than a Point of Reference*.
<https://www.spratings.com/about/who-we-are/what-we-do.html> (Consulté le 28 mai 2015)

Standard & Poor's Financial Services LLC (2014). *Comment les agences sont-elles rémunérées?*
<https://media.ratings.standardandpoors.com/documents/Comment+les+agences+sont+elles+re+munerees.pdf> (Consulté le 9 juin 2015)

Standard & Poor's Financial services LLC (2015). *A History of Standard & Poor's*.
<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/> (Consulté le 27 mai 2015)

Standard & Poor's Ratings Services (2014). *Le processus de notation et le suivi des notes*.
<https://media.ratings.standardandpoors.com/documents/Le+Processus+de+notation+et+le+suivi+des+notes2.pdf> (Consulté le 6 juin 2015)

The New York Times Company (2000). *Duff & Phelps Acquired*.

<http://www.nytimes.com/2000/03/09/business/duff-phelps-acquired.html> (Consulté le 29 mai 2015)

Thréard, Y. (2011). *Le jeu politiquement dangereux des agences de notation*.

<http://blog.lefigaro.fr/threard/2011/10/le-jeu-politiquement-dangereux.html> (Consulté le 11 juin 2015)

Uhr, J. (2012). État de la question : les agences de notation: analyse critique et enjeux politiques. *Institut Emile Vandervelde*.

Varian, H. (2011). *Introduction à la microéconomie*. Bruxelles : Éd. De Boeck.

White, L. (2010a). Credit Rating Agencies and The Financial Crisis : Less Regulation of CRAs Is a Better Response. *Journal of International Banking Law and Regulation*, 25(4), 25.

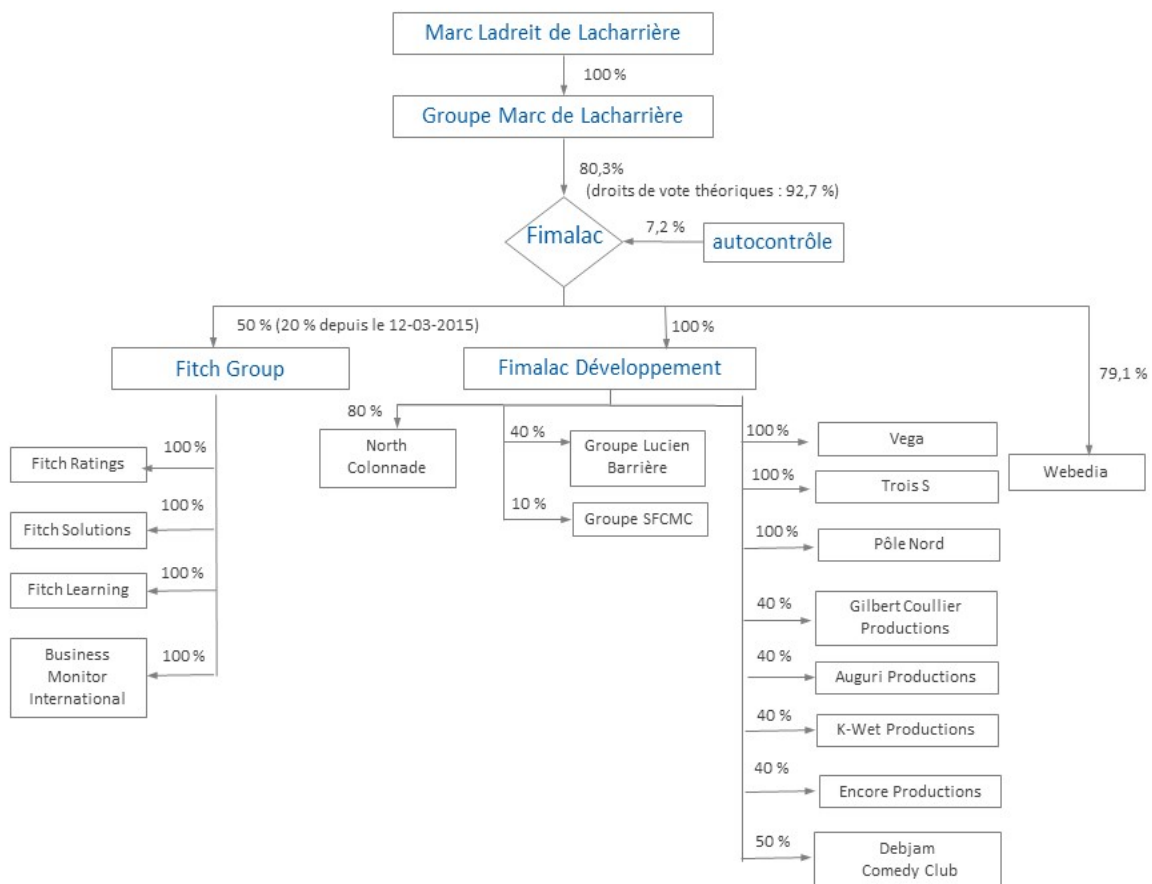
White, L. (2010b). Market. The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226.

Yue-Kuen Kwok (2013). *Industrial implementation : KMV model*.

https://www.math.ust.hk/~maykwok/Web_ppt/KMV/KMV.pdf (Consulté le 10 juillet 2015)

Annexes

Annexe 1.1 : organigramme du groupe Fimalac



Source : Fimalac (2015)

Annexe 1.2 : vue d'ensemble de Moody's Corporation

Overview of Moody's Corporation

MOODY'S

- » Leading global provider of credit rating opinions, insight and tools for financial risk measurement and management
- » TTM 1Q15 revenue of \$3.4 billion

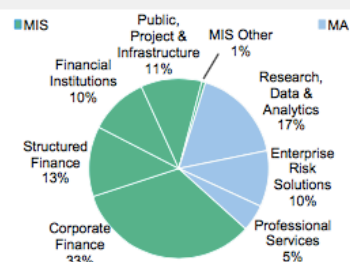
MOODY'S
INVESTORS SERVICE

- » Independent provider of credit rating opinions and related information for over 100 years
- » TTM 1Q15 revenue of \$2.3 billion; 68% of total MCO
- » TTM 1Q15 operating income of \$1.3 billion; 85% of total MCO

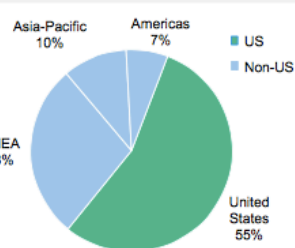
MOODY'S
ANALYTICS

- » Research, data and software for financial risk analysis and related professional services
- » TTM 1Q15 revenue of \$1.1 billion; 32% of total MCO
- » TTM 1Q15 operating income of \$0.2 billion; 15% of total MCO

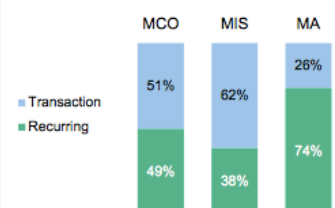
TTM 1Q15 Revenue by Business



TTM 1Q15 Revenue by Geography



TTM 1Q15 Revenue by Type



Source : Moody's (2015)

Annexe 1.3 : analyse des parts de marché par industrie

Chart 2: Total Ratings

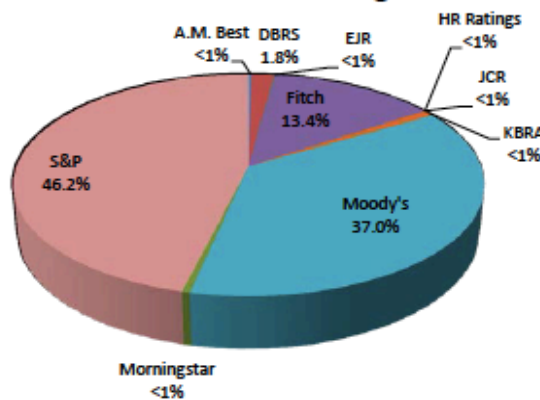


Chart 3: Financial Institutions

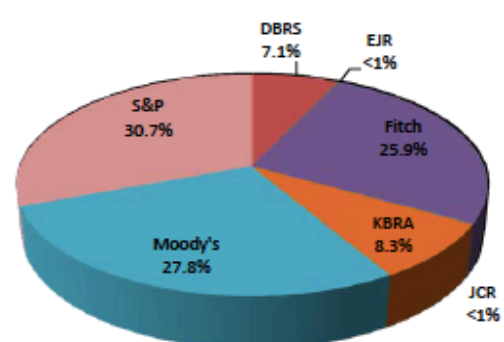


Chart 4: Insurance Companies

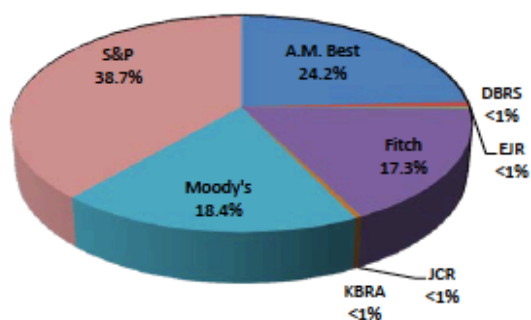


Chart 5: Corporate Issuers

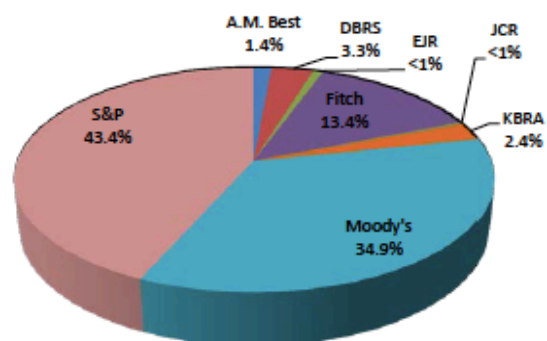


Chart 6: Asset-Backed Securities

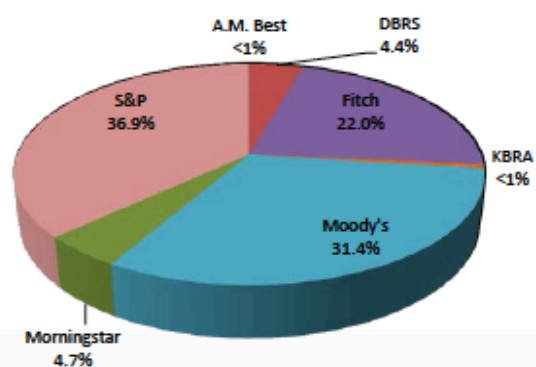
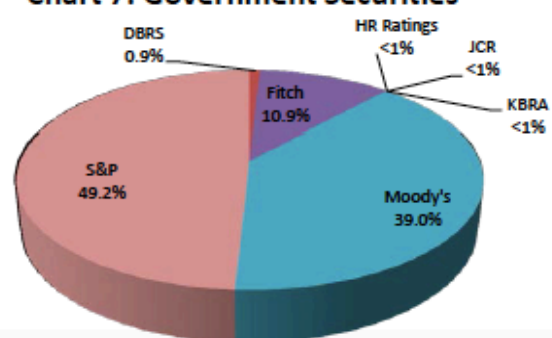
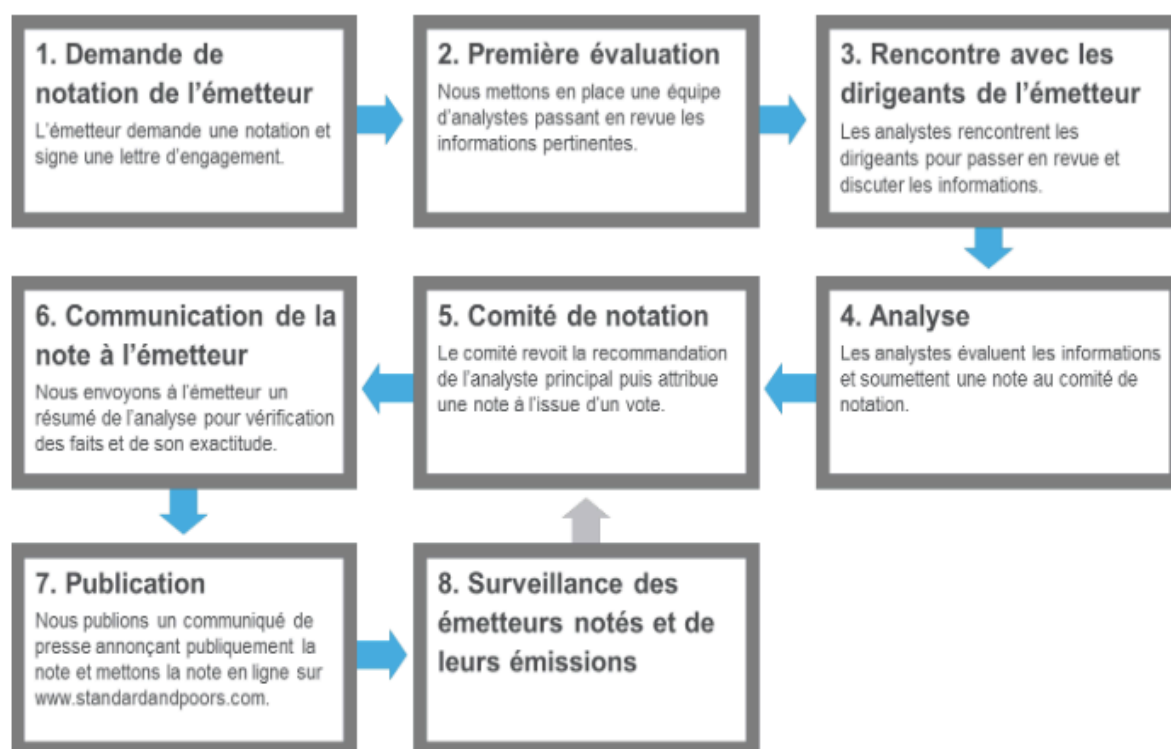


Chart 7: Government Securities

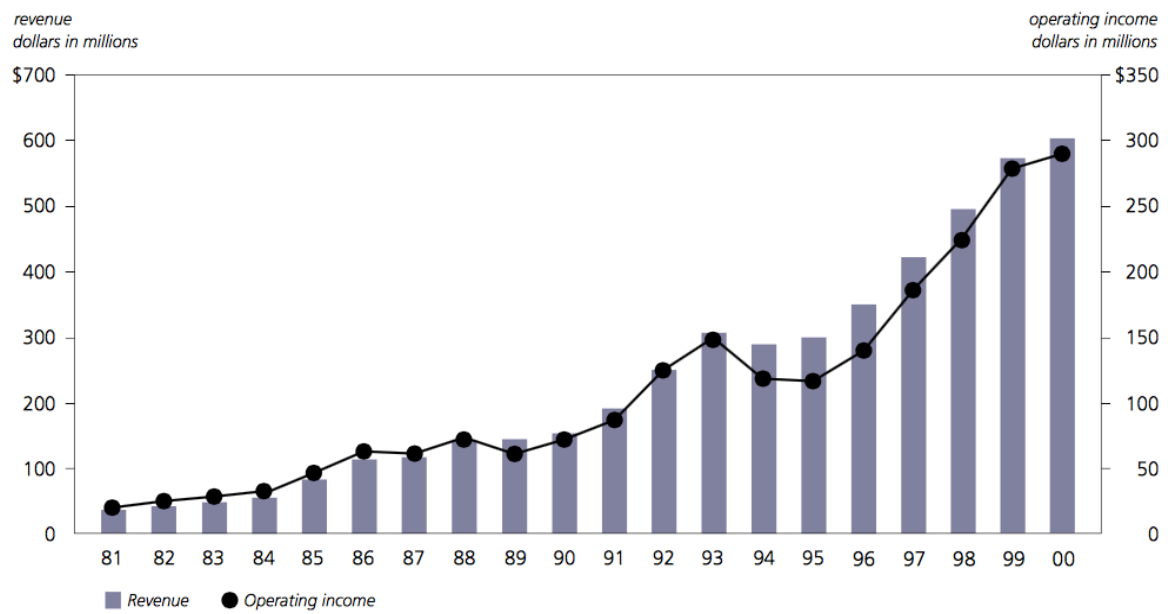


Source : SEC (2014)

Annexe 1.4 : le processus de notation chez Standard & Poor's



Source : Standard & Poor's Ratings Services (2014)

Annexe 1.5 : évolution des revenus opérationnels de Moody's entre 1981 et 2000

Source : Moody's (2000)

Annexe 1.6 : liste d'informations à fournir à l'ESMA pour la demande d'enregistrement des agences dans l'Union conformément au règlement européen (CE) 1060/2009

17.11.2009

FR

Journal officiel de l'Union européenne

L 302/31

ANNEXE II

INFORMATIONS À FOURNIR DANS LA DEMANDE D'ENREGISTREMENT

1. Nom complet de l'agence de notation de crédit et adresse de son siège statutaire dans la Communauté.
2. Nom et coordonnées d'une personne de contact et du responsable de la vérification de la conformité.
3. Statut juridique.
4. Classe de notations de crédit pour laquelle l'agence de notation de crédit demande l'enregistrement.
5. Structure de l'actionariat.
6. Structure organisationnelle et gouvernance d'entreprise.
7. Ressources financières pour la réalisation des activités de notation de crédit.
8. Effectifs de l'agence de notation de crédit et leur expertise.
9. Informations concernant les filiales de l'agence de notation de crédit.
10. Description des méthodes et procédures appliquées pour émettre des notations de crédit et les réexaminer.
11. Politiques et procédures appliquées pour détecter, gérer et divulguer les conflits d'intérêts éventuels.
12. Informations relatives aux analystes de notation.
13. Régime de rémunération et d'évaluation des performances.
14. Services autres que les activités de notation de crédit que l'agence de notation de crédit souhaite fournir.
15. Programme d'activités, avec indication du lieu où l'agence de notation de crédit prévoit d'exercer l'essentiel de ses activités professionnelles, des succursales à établir, ainsi que du type d'activités envisagé.
16. Documents et informations détaillées concernant l'utilisation prévue du système d'aval.
17. Documents et informations détaillées concernant les accords d'externalisation prévus, y compris informations sur les entités exerçant des fonctions d'externalisation.

Source : Commission européenne (2009)

Annexe 1.7 : liste exhaustive des infractions reprises dans le règlement européen (CE) 513/2011

ANNEX III

List of infringements referred to in Article 24(1) and Article 36a(1)

1. Infringements related to conflicts of interest, organizational or operational requirements

1. The credit rating agency infringes Article 4(3) by endorsing a credit rating issued in a third country without complying with the conditions set out in that paragraph, unless the reason for that infringement is outside the credit rating agency's knowledge or control.
2. The credit rating agency infringes the second subparagraph of Article 4(4) by using the endorsement of a credit rating issued in a third country with the intention of avoiding the requirements of this Regulation.
3. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 1 of Section A of Annex I, by not establishing an administrative or a supervisory board.
4. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the first paragraph of point 2 of Section A of Annex I, by not ensuring that its business interest does not impair the independence or accuracy of the credit rating activities.
5. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the second paragraph of point 2 of Section A of Annex I, by appointing senior management which are not of good repute, sufficiently skilled or experienced, or cannot ensure the sound and prudent management of the credit rating agency.
6. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the third paragraph of point 2 of Section A of Annex I, by not appointing the required number of independent members of its administrative or supervisory board.
7. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the fourth paragraph of point 2 of Section A of Annex I, by setting up a compensation system for the independent members of its administrative or supervisory board which is linked to the business performance of the credit rating agency or is not arranged to ensure the independence of their judgment; or by setting a term of office for the independent members of its administrative or supervisory board for a period exceeding five years; or for a renewable term; or by dismissing an independent member of the administrative or supervisory board other than in the case of misconduct or professional underperformance.
8. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the fifth paragraph of point 2 of Section A of Annex I, by appointing members of the administrative or supervisory board that do not have sufficient expertise in financial services; or, where the credit rating agency issues credit ratings of structured finance instruments, by not appointing at least one independent member and one other member of the board who has in-depth knowledge and experience at senior level of the markets in structured finance instruments.
9. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the sixth paragraph of point 2 of Section A of Annex I, by not ensuring that the independent members of the administrative or supervisory board perform the tasks of monitoring any of the matters referred to in the sixth paragraph of that point.
10. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the seventh paragraph of point 2 of Section A of Annex I, by not ensuring that the independent members of the administrative or supervisory board present their opinions on the matters referred to in the sixth paragraph of that point to the board periodically or make those opinions available to ESMA on request.
11. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 3 of Section A of Annex I, by not establishing adequate policies or procedures to ensure compliance with its obligations under this Regulation.
12. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 4 of Section A of Annex I, by not having sound administrative or accounting procedures, internal control mechanisms, effective procedures for risk assessment, or effective control or safeguard arrangements for information processing systems; or by not implementing or maintaining decision-making procedures or organisational structures as required by that point.

13. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 5 of Section A of Annex I, by not establishing or maintaining a permanent and effective compliance function department (compliance function) which operates independently.
14. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the first paragraph of point 6 of Section A of Annex I, by not ensuring that the conditions enabling the compliance function to discharge its responsibilities properly or independently, as set out in the first paragraph of that point, are satisfied.
15. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 7 of Section A of Annex I, by not establishing appropriate and effective organisational or administrative arrangements to prevent, identify, eliminate or manage and disclose any conflicts of interest referred to in point 1 of Section B of Annex I, or by not arranging for records to be kept of all significant threats to the independence of the credit rating activities, including those to the rules on rating analysts referred to in Section C of Annex I, as well as the safeguards applied to mitigate those threats.
16. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 8 of Section A of Annex I, by not employing appropriate systems, resources or procedures to ensure continuity and regularity in the performance of its credit rating activities.
17. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 9 of Section A of Annex I, by not establishing a review function that:
 - (a) is responsible for periodically reviewing its methodologies, models and key rating assumptions or any significant changes or modifications thereto, or the appropriateness of those methodologies, models or key rating assumptions where they are used or intended to be used for the assessment of new financial instruments;
 - (b) is independent of the business lines which are responsible for credit rating activities; or
 - (c) reports to the members of the administrative or supervisory board.
18. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 10 of Section A of Annex I, by not monitoring or evaluating the adequacy and effectiveness of its systems, internal control mechanisms and arrangements established in accordance with this Regulation or by not taking appropriate measures to address any deficiencies.
19. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 1 of Section B of Annex I, by not identifying, eliminating or managing and disclosing, clearly or prominently, any actual or potential conflicts of interest that may influence the analyses or judgements of its rating analysts, employees, or any other natural person whose services are placed at the disposal or under the control of the credit rating agency and who are directly involved in the issuing of a credit rating or persons approving credit ratings.
20. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the first paragraph of point 3 of Section B of Annex I, by issuing a credit rating in any of the circumstances set out in the first paragraph of that point or, in the case of an existing credit rating, by not disclosing immediately that the credit rating is potentially affected by those circumstances.
21. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the second paragraph of point 3 of Section B of Annex I, by not immediately assessing whether there are grounds for re-rating or withdrawing an existing credit rating.
22. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the first paragraph of point 4 of Section B of Annex I, by providing consultancy or advisory services to the rated entity or a related third party regarding the corporate or legal structure, assets, liabilities or activities of that rated entity or related third party.
23. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the first part of the third paragraph of point 4 of Section B of Annex I, by not ensuring that the provision of an ancillary service does not present a conflict of interest with its credit rating activity.
24. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 5 of Section B of Annex I, by not ensuring that rating analysts or persons who approve ratings do not make proposals or recommendations regarding the design of structured finance instruments on which the credit rating agency is expected to issue a credit rating.

25. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 6 of Section B of Annex I, by not designing its reporting or communication channels so as to ensure the independence of the persons referred to in point 1 of Section B from the other activities of the credit rating agency carried out on a commercial basis.
26. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the second paragraph of point 8 of Section B of Annex I, by not keeping the records for a term of at least three years once its registration is withdrawn.
27. The credit rating agency infringes Article 7(1) by not ensuring that rating analysts, its employees or any other natural person whose services are placed at its disposal or under its control and who are directly involved in credit rating activities have appropriate knowledge and experience for the duties assigned.
28. The credit rating agency infringes Article 7(2) by not ensuring that a person referred to in Article 7(1) does not initiate or participate in negotiations regarding fees or payments with any rated entity, related third party or any person directly or indirectly linked to the rated entity by control.
29. The credit rating agency infringes Article 7(3), in conjunction with point 3(a) of Section C of Annex I, by not ensuring that a person referred to in point 1 of that Section takes all reasonable measures to protect property or records in possession of the credit rating agency from fraud, theft or misuse, taking into account the nature, scale and complexity of its business and the nature and range of its credit rating activities.
30. The credit rating agency infringes Article 7(3), in conjunction with point 5 of Section C of Annex I, by imposing negative consequences on a person referred to in point 1 of that Section where that person reports information to the compliance officer to the effect that another person as referred to in point 1 of that Section has engaged in conduct that he or she considers to be illegal.
31. The credit rating agency infringes Article 7(3), in conjunction with point 6 of Section C of Annex I, by not reviewing the relevant work of a rating analyst over two years preceding his or her departure, where the rating analyst terminates his or her employment and joins a rated entity which he or she has been involved in rating or a financial firm, with which he or she has had dealings as part of his or her duties at the credit rating agency.
32. The credit rating agency infringes Article 7(3), in conjunction with point 1 of Section C of Annex I, by not ensuring that a person referred to in that point does not buy, sell or engage in a transaction in any financial instrument referred to in that point.
33. The credit rating agency infringes Article 7(3), in conjunction with point 2 of Section C of Annex I, by not ensuring that a person referred to in point 1 of that Section does not participate in or otherwise influence the determination of a credit rating as set out in point 2 of that Section.
34. The credit rating agency infringes Article 7(3), in conjunction with points (b), (c) and (d) of point 3 of Section C of Annex I, by not ensuring that a person referred to in point 1 of that Section does not disclose or use or share information, as referred to in those points.
35. The credit rating agency infringes Article 7(3), in conjunction with point 4 of Section C of Annex I, by not ensuring that a person referred to in point 1 of that Section does not solicit or accept money, gifts or favours from anyone with whom the credit rating agency does business.
36. The credit rating agency infringes Article 7(3), in conjunction with point 7 of Section C of Annex I, by not ensuring that a person referred to in point 1 of that Section does not take up a key management position with the rated entity or its related third party within six months of the credit rating.
37. The credit rating agency infringes Article 7(4), in conjunction with point (a) of the first paragraph of point 8 of Section C of Annex I, by not ensuring that the lead rating analyst is not involved in credit rating activities related to the same rated entity or its related third parties for a period exceeding four years.
38. The credit rating agency infringes Article 7(4), in conjunction with point (b) of the first paragraph of point 8 of Section C of Annex I, by not ensuring that a rating analyst is not involved in credit rating activities related to the same rated entity or its related third parties for a period exceeding five years.

39. The credit rating agency infringes Article 7(4), in conjunction with point (c) of the first paragraph of point 8 of Section C of Annex I, by not ensuring that a person approving credit ratings is not involved in credit rating activities related to the same rated entity or its related third parties for a period exceeding seven years.
40. The credit rating agency infringes Article 7(4), in conjunction with the second paragraph of point 8 of Section C of Annex I, by not ensuring that a person referred to in points (a), (b) and (c) of the first paragraph of that point is not involved in credit rating activities related to the rated entity or related third parties referred to in those points within two years of the end of the periods set out in those points.
41. The credit rating agency infringes Article 7(5) by introducing compensation or performance evaluation contingent on the amount of revenue that the credit rating agency derives from the rated entities or related third parties.
42. The credit rating agency infringes Article 8(2) by not adopting, implementing or enforcing adequate measures to ensure that the credit ratings it issues are based on a thorough analysis of all the information that is available to it and that is relevant to its analysis according to its rating methodologies.
43. The credit rating agency infringes Article 8(3) by not using rating methodologies that are rigorous, systematic, continuous and subject to validation based on historical experience, including back-testing.
44. The credit rating agency infringes the first subparagraph of Article 8(4) by refusing to issue a credit rating of an entity or a financial instrument because a portion of the entity or the financial instrument had been previously rated by another credit rating agency.
45. The credit rating agency infringes the second subparagraph of Article 8(4) by not recording all instances where in its credit rating process it departs from existing credit ratings prepared by another credit rating agency with respect to underlying assets or structured finance instruments or by not providing a justification for the differing assessment.
46. The credit rating agency infringes the first sentence of Article 8(5) by not monitoring its credit ratings or by not reviewing its credit ratings or methodologies on an ongoing basis and at least annually.
47. The credit rating agency infringes the second sentence of Article 8(5) by not establishing internal arrangements to monitor the impact of changes in macroeconomic or financial market conditions on credit ratings.
48. The credit rating agency infringes point (b) of Article 8(6), where methodologies, models or key rating assumptions used in credit rating activities are changed, by not reviewing the affected credit ratings in accordance with that point, or by not placing those ratings under observation in the meantime.
49. The credit rating agency infringes point (c) of Article 8(6) by not re-rating a credit rating that has been based on methodologies, models or key rating assumptions that are changed where the overall combined effect of those changes affects that credit rating.
50. The credit rating agency infringes Article 9 by undertaking the outsourcing of important operational functions in such a way as to impair materially the quality of the credit rating agency's internal control or the ability of ESMA to supervise the credit rating agency's compliance with obligations under this Regulation.
51. The credit rating agency infringes Article 10(2), in conjunction with the second paragraph of point 4 of Part I of Section D of Annex I, by issuing a credit rating or not withdrawing an existing rating in a case where the lack of reliable data or the complexity of the structure of a new type of financial instrument or the quality of information available is not satisfactory or raises serious questions as to whether the credit rating agency can provide a credible credit rating.
52. The credit rating agency infringes Article 10(6) by using the name of ESMA or any competent authority in such a way that would indicate or suggest endorsement or approval by ESMA or any competent authority of the credit ratings or any credit rating activities of the credit rating agency.
53. The credit rating agency infringes Article 13 by charging a fee for the information provided in accordance with Articles 8 to 12.

54. The credit rating agency, where it is a legal person established in the Union, infringes Article 14(1) by not applying for registration for the purposes of Article 2(1).

II. Infringements related to obstacles to the supervisory activities

1. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 7 of Section B of Annex I, by not arranging for records or audit trails of its credit rating activities as required by those provisions.
2. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the first paragraph of point 8 of Section B of Annex I, by not keeping the records or audit trails referred to in point 7 of that Section at its premises for at least five years or by not making available those records or audit trails to ESMA upon request.
3. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 9 of Section B of Annex I, by not retaining records which set out the respective rights and obligations of the credit rating agency or the rated entity or its related third parties under an agreement to provide credit rating services for the duration of the relationship with that rated entity or its related third party.
4. The credit rating agency infringes Article 11(2) by not making available the required information or by not providing that information in the required format as referred to in that paragraph.
5. The credit rating agency infringes Article 11(3), in conjunction with point 2 of Part I of Section E of Annex I, by not providing to ESMA a list of its ancillary services.
6. The credit rating agency infringes the second subparagraph of Article 14(3) by not notifying ESMA of any material changes to the conditions for initial registration in accordance with that subparagraph.
7. The credit rating agency infringes Article 23b(1) by providing incorrect or misleading information in response to a simple request for information pursuant to Article 23b(2) or in response to a decision requiring for information pursuant to Article 23b(3).
8. The credit rating agency infringes point (c) of Article 23c(1) by providing incorrect or misleading answers to questions asked pursuant to that point.

III. Infringements related to disclosure provisions

1. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with point 2 of Section B of Annex I, by not disclosing to the public the names of the rated entities or related third parties from which it receives more than 5 % of its annual revenue.
2. The credit rating agency infringes Article 6(2), in conjunction with the second part of the third paragraph of point 4 of Section B of Annex I, by not disclosing in the final rating report an ancillary service provided for the rated entity or any related third party.
3. The credit rating agency infringes Article 8(1) by not disclosing to the public the methodologies, models or key rating assumptions it uses in its credit rating activities as described in point 5 of Part I of Section E of Annex I.
4. The credit rating agency infringes point (a) of Article 8(6), where methodologies, models or key rating assumptions used in credit rating activities are changed, by not disclosing immediately, or by disclosing and not using the same means of communication as used for the distribution of the affected credit ratings, the likely scope of affected credit ratings.
5. The credit rating agency infringes Article 10(1) by not disclosing on a non-selective basis or in a timely manner a decision to discontinue a credit rating, including full reasons for the decision.
6. The credit rating agency infringes Article 10(2), in conjunction with point 1 or 2, the first paragraph of point 4 or point 5, of Part I of Section D of Annex I, or Part II of Section D of Annex I, by not providing the information as required by those provisions when presenting a rating.
7. The credit rating agency infringes Article 10(2), in conjunction with point 3 of Part I of Section D of Annex I, by not informing the rated entity at least 12 hours before publication of the credit rating.

8. The credit rating agency infringes Article 10(3) by not ensuring that rating categories that are attributed to structured finance instruments are clearly differentiated using an additional symbol which distinguishes them from rating categories used for any other entities, financial instruments or financial obligations.
9. The credit rating agency infringes Article 10(4) by not disclosing its policies or procedures regarding unsolicited credit ratings.
10. The credit rating agency infringes Article 10(5) by not providing the information as required by that paragraph when issuing an unsolicited credit rating or by not identifying an unsolicited credit rating as such.
11. The credit rating agency infringes Article 11(1) by not fully disclosing or immediately updating information relating to the matters set out in Part I of Section E of Annex I.

Source : European Commission (2011)

Annexe 1.8 : liste exhaustive des agences de notation enregistrées et certifiées auprès de l'ESMA au 12 décembre 2014

Date of last update: 12 December 2014

Name of CRA	Country of residence	Status	Effective date
Euler Hermes Rating GmbH	Germany	Registered	16 November 2010
Japan Credit Rating Agency Ltd	Japan	Certified	6 January 2011
Feri EuroRating Services AG	Germany	Registered	14 April 2011
BCRA-Credit Rating Agency AD	Bulgaria	Registered	6 April 2011
Creditreform Rating AG	Germany	Registered	18 May 2011
Scope Ratings AG (previously PSR Rating GmbH)	Germany	Registered	24 May 2011
ICAP Group SA	Greece	Registered	7 July 2011
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH	Germany	Registered	28 July 2011
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Germany	Registered	18 August 2011
ARC Ratings, S.A. (previously Companhia Portuguesa de Rating, S.A)	Portugal	Registered	26 August 2011
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	UK	Registered	8 September 2011
DBRS Ratings Limited	UK	Registered	31 October 2011
Fitch France S.A.S.	France	Registered	31 October 2011
Fitch Deutschland GmbH	Germany	Registered	31 October 2011
Fitch Italia S.p.A.	Italy	Registered	31 October 2011
Fitch Polska S.A.	Poland	Registered	31 October 2011
Fitch Ratings España S.A.U.	Spain	Registered	31 October 2011
Fitch Ratings Limited	UK	Registered	31 October 2011
Fitch Ratings CIS Limited	UK	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Cyprus	Registered	31 October 2011

Moody's France S.A.S.	France	Registered	31 October 2011
Moody's Deutschland GmbH	Germany	Registered	31 October 2011
Moody's Italia S.r.l.	Italy	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service España S.A.	Spain	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service Ltd	UK	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	France	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Italy	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	UK	Registered	31 October 2011
CRIF S.p.A.	Italy	Registered	22 December 2011
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Cyprus	Registered	8 May 2012
European Rating Agency, a.s.	Slovakia	Registered	30 July 2012
Axesor SA	Spain	Registered	1 October 2012
Cerved Rating Agency S.p.A. (previously CERVED Group S.p.A.)	Italy	Registered	20 December 2012
Kroll Bond Rating Agency	USA	Certified	20 March 2013
The Economist Intelligence Unit Ltd	UK	Registered	3 June 2013
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	Italy	Registered	13 June 2013
Spread Research	France	Registered	1 July 2013
EuroRating Sp. z o.o.	Poland	Registered	7 May 2014
HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings)	Mexico	Certified	7 November 2014
Moody's Investors Service EMEA Ltd	UK	Registered	24 November 2014
Egan-Jones Ratings Co. (EJR)	USA	Certified	12 December 2014

Source : ESMA (2014)

Annexe 1.9 : schéma organigramme du projet INCRA

Governance of INCRA			
	Composition	Competence	Function
Funders	General Meeting (if the legal form has membership or shareholders)	- Financing Scheme - Governance structure	- Ensures adequate funding - If necessary: can amend the governance structure (e.g., in case of a change of Funders), but cannot eliminate the Stakeholder Council
Stakeholder Council	Supervisory Board (in a two-tier system with a separate supervisory board)	- Approval of general rules and guidelines of INCRA - Appointment and dismissal of CEO - Supervision of the Management Body - Appointment of Credit Policy Committee	Serves as "buffer" between the Funders and the Management Body; in order to enhance the (institutional) independence of the rating agency, it ring-fences the potential interest of the Funders and guarantees the independence of the Management Body
Management Body	Board of Directors (in a two-tier system with a separate supervisory board)	Conducts business	Ensures the substantive competence of the rating agency
Credit Policy Committee	Academics, finance experts, experts from the corporate sector, ex officio members of the Stakeholder Council	- Meets once a year to discuss methodology and indicators - Delivers periodic reports to the Stakeholder Council	Ensures quality of ratings

Source : Bertelsmann Foundation (2012)

Annexe 1.10 : rapport d'analyse complet de la notation souveraine de l'Italie réalisée par l'INCRA



INCRA

THE INTERNATIONAL NON-PROFIT
CREDIT RATING AGENCY

civil society to adjust. For instance, the Italian government implemented major reforms to the pension system in the mid-1990s, which in the very long run will turn it into a defined contribution scheme rather than a defined benefit program. This innovation puts Italy far ahead of most of its advanced industrial peers. In addition, more recently the government has tied the retirement age to longevity, another reform that puts Italy well ahead of its peers.

Given the wealth of private households and the private sector, the government has at its disposal a broad revenue base. Besides traditional revenue-increasing measures, the government has introduced data-gathering systems aimed at reducing the high rate of tax evasion, an innovation that will continue. However, the fundamental problem the government faces is dealing with the country's large public sector debt, which predates not only the worldwide financial crisis, but also the creation of the euro.

In the 1990s, Italy was able to reduce the government debt-to-GDP and debt-to-revenue ratios. However, since the onset of the financial crisis and the subsequent eurozone crisis, these ratios are at levels even higher than those of the early 1990s. Therefore, despite maintaining a primary surplus, the government is faced with concerns about its ability to fund itself.

Membership in the eurozone, by definition, constrains public policy actions. Sometimes this is to a country's benefit, while at other times, it reduced government flexibility complicating economic management. In the case of Italy, it has greatly complicated not just

its fiscal problems, but it has made it more difficult for real incomes to rise on a sustained basis. As noted above, joining the eurozone caused the economy to lose one of its most powerful policy tools, depreciation of the lira, not only against the dollar and yen, but also against other European countries such as Germany and France which remain the among the country's most important export markets.

In the end, despite the difficulties facing the Italian government, given its long tradition of effective crisis management, as well as its long experience with carrying a large public sector debt, Italian government credit risk appears manageable as long as eurozone governance remains robust.

THE ECONOMY

Italy was hit hard by the economic crisis. It has suffered three recessions over the last six years. The economy shrank by 6.7 percent in 2008 and 2009. The economy came out of recession in 2010

and 2011, but grew only by a modest 1.7 percent and 0.6 percent respectively. In 2012 and 2013, the economy once again contracted. In 2012, real GDP declined by 2.3 percent. In 2013, it declined by 1.9 percent. According to ISTAT, real GDP decreased by 0.4 percent in 2014. If we look at GDP growth in the fourth quarter of 2014 compared to the fourth quarter of 2013, GDP declined by 0.5 percent. In the first quarter of 2015, quarter-over-quarter (Q/Q) growth was 0.3 percent. Year over year growth (YOY) came in at 0.1 percent. As in both Germany and France, growth in the first quarter was mainly driven by a rise in domestic demand. In the first quarter of 2015, gross fixed capital formation rose by 1.5 percent. External demand was a slight drag on overall GDP growth. Overall, GDP is expected to grow by 0.7 percent in 2015. The main driver of this growth will be an increase in consumption. Nonetheless, the external sector will continue to contribute a stable 0.4 percent to growth for the year as a whole. Much of the improvement in

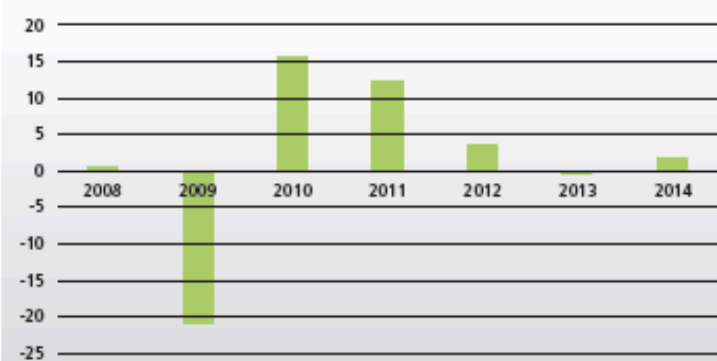
Real GDP Growth (%)



INCRA

THE INTERNATIONAL NON-PROFIT
CREDIT RATING AGENCY

Real Exports, Goods (% Change)

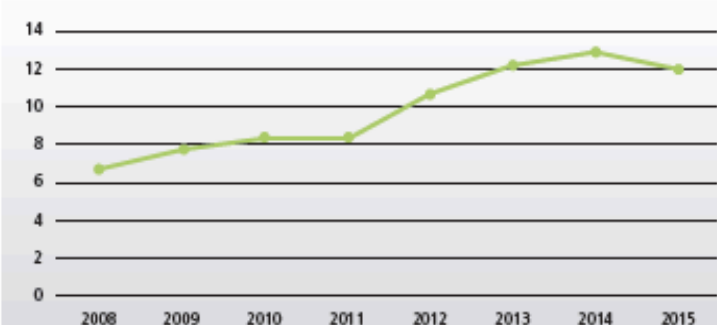


consumption and fixed capital formation is based on easing credit conditions due to European Central Bank (ECB) quantitative easing (QE).

The export sector grew by 3.8 percent in 2014, with the overall external sector contributing about 0.4 percent to 2014 growth. Consumption grew by 0.2 percent. Fixed capital formation declined by 3.0 percent. Therefore, we see that the

drivers of growth in the first quarter of 2015 were quite different from 2014. Medium-term growth recovery hinges heavily on the success of implementing recently initiated structural reforms that aim to restore Italy's past economic dynamism and productivity, as well as on world economic conditions. Successful implementation of fiscal, labor and energy reforms, plus vital judicial reforms could underpin relatively robust growth.

Unemployment Rate (%)



In particular, the return to growth and a better-functioning labor market might help to reduce the unemployment rate. Further judiciary reform aimed at reducing the time it takes to complete civil actions is required. In addition, in its last Article IV consultation, the IMF emphasized the need to reduce public corruption, where it indicated that according to Transparency International's survey, Italy ranked 30th out of the 31 high-income OECD countries surveyed.

Unemployment

Unemployment has increased from 8.4 percent in 2011, rising to 10.7 percent in 2012—the highest level in more than a decade, but still lower than during the crisis of the 1990s. As a result of the ongoing contraction in GDP unemployment rose still further in 2013 and 2014, increasing to 12.2 percent and 12.9 percent respectively. In March 2015, the unemployment rate had risen to 13.0 percent.

Italy is also faced with high youth unemployment. In December 2014, the rate of unemployed young people (under 25 years old) was a disturbing 42.0 percent. Although the country has a long history of high youth unemployment, the current rate by far exceeds the levels of the 1980s and mid-1990s, when youth unemployment regularly exceeded 30 percent. Present-day levels are seriously pressuring the social environment and will remain a core political issue. In addition, the number of long-term unemployed reached a staggering 58 percent of the total unemployment rate, which is an estimated 20 percentage points higher than the OECD average.

INCRA

THE INTERNATIONAL NON-PROFIT
CREDIT RATING AGENCY

Inflation/Deflation

Italy's problem, along with the rest of the eurozone, is not inflation, but the lack of it. In 2012, the CPI rose by a mere 0.3 percent. In 2013, the CPI rose by 0.5 percent. In 2014, it barely rose, increasing by 0.1 percent. In May 2015, the harmonized index of consumer prices (HIPC) rose by 0.2 percent both Q/Q and YOY. That compares to April's HIPC which declined by 0.1 percent YOY. Instead, the risk for the economy is not inflation, but rather deflation. Deflation is very problematic for any economy, not only because it may cause households and firms to delay expenditures in hopes of lower prices in the future, but also because it increases the real burden of existing debt.

To date, actions by the ECB have not been able to reduce deflationary pressures across the eurozone.

The Banking System

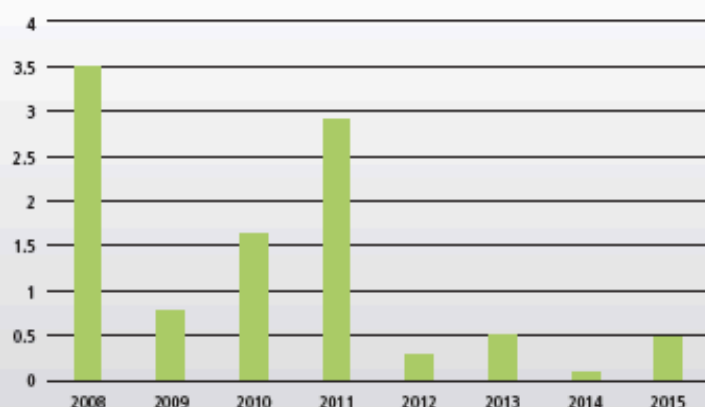
Italy's banks are deeply intertwined with the government. The key risk faced by Italian banks is eurozone sovereign risk, in particular, Italian government sovereign risk. In October 2014, Italian banks held €414.3 billion of Italian government securities or 10.8 percent of total Italian bank assets, the highest level since 1999. If the Italian government has a problem, Italian banks will be under significant stress. Moreover, Italian bank exposure to Greece, Portugal, Ireland, Spain and Cyprus, as well as Italy's own government, render Italian banks vulnerable to any deterioration in eurozone sovereign credit risk. As discussed below, the banking system represents an important contingent liability for the government.

Given the economy's overall performance, non-performing loans (NPLs) within the banking system remain high, with NPLs in the South being far higher than in the North.

The Current Account: A Measure of Competitiveness

Although a current account balance does not have the same meaning for a country in a monetary union compared to one with its own currency, the current account for a country in a monetary union can provide a snapshot of a country's overall competitiveness. When Italy had its own currency, the current account frequently seesawed from large surpluses to large deficits back to large surpluses. These fluctuations were caused by changes in domestic demand, as well as significant exchange rate fluctuations. In the late 1990s, Italy recorded several years of current account surpluses. But after 1999, the year Italy joined the eurozone, the country regularly recorded annual current account deficits between 2000 and 2012. The decline in risk premiums on Italian debt due to the introduction of the Euro triggered a boom in domestic demand which led Italy to appreciate in real terms and shifted the current account into a deficit. However, Italy recorded a surplus of 1.0 percent of GDP in 2013 and 1.4 percent in 2014. Given the on-going weakness of the domestic economy, at least until the first quarter of 2015, with the country having gone through three recessions over the past six years, this development should not be surprising. In fact, in 2014, export growth represented the fastest growing category in the country's overall GDP. As noted above, given the recent weakness of the euro vis-à-vis the dollar and other world currencies, Italian officials are hoping that this depreciation will further help Italy's current account to grow, although its contribution to GDP will likely remain stable.

Inflation - CPI (%)



INCRA

THE INTERNATIONAL NON-PROFIT
CREDIT RATING AGENCY

Fiscal Policy

When discussing fiscal policy, it is important to distinguish between advanced industrial countries and emerging market economies. Advanced industrial countries are able to carry much more public sector debt than emerging market countries. The reason is that wealthy countries usually have deep financial markets at home, or easy access to such markets in other countries. Also, another important distinction is that high-income countries usually have more diversified income streams as well as more accumulated assets, either at home or abroad, than emerging market countries. This is one reason why we compare countries to their income peers.

Italian Government Debt

Italy's general government debt, measured in both absolute and relative terms, is very high. It stood at 132.5 percent of GDP in 2013, and is estimated to have risen

to 136.7 percent by year-end 2014. The debt-to-revenue ratio was 257.3 percent in 2013, and estimated at 263.4 percent at year-end 2014. However, since the Italian government has been faced with a triple digit debt-to-GDP ratio for decades, it has grown adept at managing the debt. Given that the debt has been high for so long, the government recognized long ago that fiscal reforms were needed, especially in its pension system. As a result, despite the fact that Italy has only moved slowly when addressing most socially contentious issues, the government was able to tackle the country's long-term pension problem in the 1990s, something not yet accomplished by governments in Germany, France or the US. It did that by moving younger workers to a defined contribution system from a defined benefits system. However, defined benefit pensions still apply to the bulk of workers. Therefore, the government is still left with tackling its short-to-

medium term pension problem. A rapidly aging population complicates this. Already expenditures related to pensions and healthcare for the elderly represent the largest portion of public expenditure, leaving little for expanding education or making additional needed infrastructure investments, which would boost growth in the long run.

Given a general government debt in excess of €2 trillion, it is not surprising that annual amortizations are high, requiring uninterrupted market access.

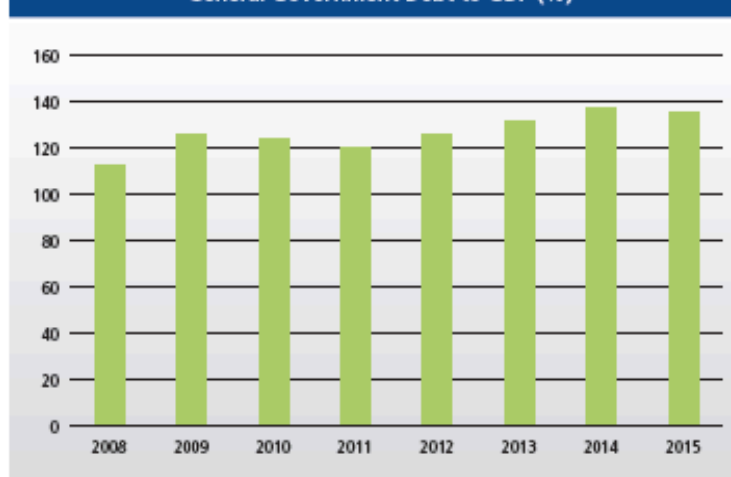
Primary Surpluses and Ongoing Financial Deficits

Despite the government regularly running primary surpluses, it still faces financial deficits caused by interest payments. Interest payments to revenue have ranged from 9.4 percent in 2010 to a peak of 10.9 percent in 2012. In 2014, the interest-to-revenue ratio is estimated to have equaled 10.2 percent. Although this ratio is high compared to many of Italy's peers, it is less than half what it was during the mid-1990s. Given the maturity structure of the debt, it will take years for the average interest rate on Italian government debt to fall significantly despite the sharp decline in interest rates on newly issued debt.

Fiscal Consolidation

The ongoing fiscal consolidation, initiated by the earlier Monti government, and continuing under the Renzi government, has been impressive. The primary balance, after a short period of deficit in 2009, moved to balance in 2010, and then returned to surplus in 2011 (1.2 percent). In 2012, the primary surplus was 2.5 percent of GDP, followed by a surplus of

General Government Debt to GDP (%)



INCRA

THE INTERNATIONAL NON-PROFIT
CREDIT RATING AGENCY

2.2 percent in 2013. It is estimated that the primary surplus was 2.2 percent in 2014. The IMF forecasts a primary surplus of 3.2 percent in 2015. However, that may prove a little optimistic in the present economic and political environment. As usual, the financial balance has remained in deficit. In 2012 and 2013, the deficits were 2.9 percent and 3.0 percent respectively. For 2014, the deficit was 3.0 percent. The IMF forecasts a decline in the financial deficit to 2.1 percent in 2015. However, as with the primary balance, it appears that the IMF forecast may be a bit too optimistic. Although Italy's constitution was amended to require balanced budgets beginning in 2014, this requirement is clearly not airtight. The new amendment makes it more difficult for governments to incur significant deficits, but there are obviously many loopholes.

Contingent Claims

Although deficit figures are important in gauging how high a debt-to-GDP ratio may become, government debt can also increase abruptly when contingent claims are suddenly transformed into real claims. Examples of this are government-funded bailouts of financial institutions or other companies. In the case of Italy, there is a concern that banks might need additional government bailouts if the eurozone sovereign debt problem were to worsen once again. Since Italian banks have sizable sovereign portfolios, above and beyond their large holdings of Italian government debt (noted above), a restructuring similar to the one negotiated with Greece - in another eurozone country, never mind in Italy itself, could prove costly to the Italian banks, and therefore to the government.

Eurozone Contagion

Since the Greek government first faced financial difficulties nearly five years ago, eurozone governments have been plagued with ongoing market access concerns. As is well known, countries in the so-called periphery of the eurozone, including Greece, Ireland, Portugal, Spain, Cyprus and even Italy, have all faced major bouts of investor angst. In Greece, investors suffered significant losses as Greek government debt was restructured, causing massive losses on principal. Given that background, private sector investor concern remains generally more elevated than before the start of the financial crisis in 2008. However, now that the ECB has started a large quantitative easing program, governments that remain in the good graces of Brussels and Frankfurt should have ready access to ECB funding. However, much will depend on the outcome of the Greek sovereign debt issue, which has been complicated by the recent election of a government which wishes to reduce the face value of debt held by official and bilateral creditors. If the Greek question is resolved, sovereign debt markets should remain calm for the near-term. However, if the Greek sovereign debt problem becomes worse, then it is hard to predict the effect on other periphery governments such as Italy.

Consequences of Contagion

The consequences for the Italian government of a loss in investor confidence would be that interest rates on government debt would rise, making a balanced budget even more difficult to achieve. Significantly higher interest rates on Italian government debt, if

sustained, would negatively affect Italy's credit rating.

FORWARD-LOOKING INDICATORS (FLI)

By most measures, Italy performs quite well compared to other countries with regard to forward-looking indicators. Three key areas - financial, governmental/political, and international affairs - emerged from both the macroeconomic and the forward looking indicators (FLI) as key areas to watch in the ongoing evaluation of Italy's sovereign debt.

Italy performs well in the following: rule of law, separation of powers, and government achievement of policy objectives. Italy could improve in education, R&D, unemployment, and government resource efficiency. Italy's long history of successfully overcoming numerous economic and political crises is a strength. Although the law can often be an encumbrance, the rule of law still represents a bulwark for Italian democracy.

Italy appears willing to pay its debts, although financial stagnation, unemployment and high pension costs have caused concern that the current situation could be unsustainable, and that the government may not be able to pay its debts long term unless it successfully implements a series of reforms.

Italian government debt must be reduced, and the committee discussed the need to raise primary surplus in order to do so. However, country committee participants also acknowledged that this is a challenge due to Italy's ongoing high

INCRA

THE INTERNATIONAL NON-PROFIT
CREDIT RATING AGENCY

unemployment, especially among youth, and extremely high pension costs.

Rule of Law

As in other European countries, Italy enjoys a high stability in rule of law, including a functioning judiciary, a working separation of powers, and high legal certainty. The degree of independence of the judiciary (both with regards to the prosecuting and the adjudicating branch) from the government is quite high. There are problems, however, arising from the length of judicial proceedings. Judicial redress often takes years and reduces the effectiveness of the system.

Policy-making, however, has picked up in speed. The current Renzi government has increasingly made use of fast track "decree-laws" (decrees which come immediately into force and which have then to be approved by parliament within 60 days). This enables the government to impose its agenda and to rapidly produce laws. There are increasing complaints from the parliament about this process. In spite of these "decree-laws", the Italian parliament maintains significant legislative and oversight powers.

Transparency and Accountability

Civil society organizations actively participate in the public debate on most policy areas. However, the current government, pressed by the need to promote speedy reforms of different private and public sectors in order to respond to the economic crisis, has shown little interest in engaging in the traditional consultations with some of these groups and particularly with trade unions.

Future Resources

Both public and private spending for R&D in Italy is comparatively low, but some small but significant sectors like mechanics, pharmaceuticals and fashion continue to make strides forward.

While Italy's education system maintains a high quality in secondary and tertiary levels of education, it suffers from underfunding in comparison to other European nations. The proportion of tertiary level education participants is consistently lower for all age cohorts than the OECD averages.

Italy enjoys a highly developed welfare system with relatively favorable pension schemes and a universal health care system, which in turn prevents large-scale social exclusion. However, the impact of the economic crisis and the steep rise in unemployment has seriously affected certain sectors of the population.

The economic crisis led to high youth unemployment and government policies have up until now had a limited impact, but in the last months of 2014 the first signs of improvement in unemployment began to appear. The current prime minister may have a small window of opportunity - afforded by low oil prices and quantitative easing - to tackle unemployment.

Social unrest in Italy has been limited compared to other EU countries. While some see this as negative, suggestive of passivity, it can also reflect the importance and centrality of the Italian family. Family savings often help support the unemployed (especially young people).

Despite significant reform efforts the Italian pension system that will help the system in the very long run, the pension system may become less sustainable in the near- to mid-term future. As healthcare costs also rise, Italy's aging population means that this will remain a challenge over the next 10-20 years. All country committee participants agreed that reforms are a serious priority for Italy, ranging from the labor market and the pension system to banking, and justice.

Strategic Capacity

In comparison to previous administrations, the current government has repeatedly indicated its readiness to proceed in policy formulation without overly long consultations with interest organizations. However, the concept of strategic planning is not particularly developed in the Italian governmental and administrative culture. This is in part due to the fact that governments have often had a limited time perspective and have been preoccupied with coalitional problems, and that the administration is still guided by a legalistic culture.

Overall, the Renzi government has implemented several effective changes. It is clear that this administration has clear priorities and a readiness to quickly formulate policy, although it remains to be seen if Renzi will have a stable and lasting influence over the government and his party.

One interesting item to note is that the citizens' approval rating of the president (45 percent) is significantly higher than their approval of parliament (7 percent) and approval for the parties (3 percent). Citizens' distrust of political parties has

INCRA

THE INTERNATIONAL NON-PROFIT
CREDIT RATING AGENCY

become so high that 50 percent of the population believe democracy would be possible without the political parties. This illustrates that trust in institutions is at a low among Italian citizens and that the president enjoys more support than either the parliament or political parties. The stagnating economy has led to negative perceptions of Italy abroad, making it hard for Italy to manage potential growth and maintain price competitiveness.

Anti-EU sentiment is prominent in Italy, and was raised as a concern which will continue to develop over the next years. Economic improvements will boost support for eurozone membership; however, there is no chance, in the committee's opinion, that Italy will leave the eurozone in the near future.

In the country committee, concern was expressed over the future of small and medium-sized enterprises (SMEs), which represent a significant portion of the economy and are struggling. Because current internal demand is so low, SMEs targeting local markets find themselves in a vicious cycle. Recent attempts to stimulate internal demand fell flat because Italians chose to save, rather than spend, the increased income. This reflects uncertainties about the future, and it was thus suggested that the government must foster optimism and stimulate demand in order to help struggling SMEs.

On the other hand, declining oil prices and the Commission's investment package were both identified as positives for Italy. The nation imports 80 percent of its energy and is benefitting from

lower costs combined with increased investments from abroad. In spite of this, Italy needs flexibility within the bounds of the investment package and needs more investment than is currently being offered.

Implementation and Adaptability

When thinking about Italy's ability to implement reform, it is important to keep in mind that it is simultaneously undergoing an economic crisis and a significant transformation of its political situation.

As previously mentioned, the current government has been quite successful in translating its goals into legislative initiatives using largely immediately-effective "decree-laws" and eliciting confidence votes in parliament to support its initiatives.

The current government sees a clear dominance of Renzi over his own party and over the other smaller parties that constitute the governing coalition. Renzi's first year in office demonstrates him making his presence and guidance clearly felt on the main issues concerning different ministries. It remains to be seen whether his grip over his own party and the parliamentary majority will remain stable in the future.

Track Record of Past Crisis Management

Italy has shown more than once its resilience and ability to react to serious crises or challenges. While the historical lack of a strong executive and the many veto possibilities could make quick responses to such crises slower than

in other countries, these mechanisms enable a broad coalition to face the challenges. In turn, this means that potential costs of a crisis can be shared more equitably.

There are also key differences in Italy between the public and private sectors: many privatizations have been planned, but not yet executed, and on the whole the private sector is not as indebted as the public. These private savings may serve as a buffer for the nation in times of crisis.



RATING COMMITTEE AVERAGE SCORES BY INDICATOR

MACROECONOMIC INDICATORS	7.2
Economic Fundamentals	6.6
Real GDP Growth %	4.2
GDP per Capita	8.4
Real Exports (% Change)	6.9
Real Imports (% Change)	7.0
Gross Domestic Investment / GDP (%)	7.3
Gross Domestic Savings / GDP (%)	7.9
Inflation-CPI (%)	6.2
Population Growth (% Change)	4.9
Public Sector / Fiscal Policy	5.9
General Government Debt / GDP (%)	4.1
Nominal GDP Growth (Local Currency %)	4.1
General Government Debt / General Government Revenue (%)	5.3
General Government Interest / General Government Revenue (%)	5.6
General Government Primary Balance / GDP (%)	7.3
General Government Fiscal Balance / GDP (%)	6.9
General Government Revenue / GDP (%)	7.2
General Government Expenditure / GDP (%)	6.9
Monetary Policy	8.6
Accommodative Monetary Policy	8.6
Capital Markets and Financial Risks	7.4
Domestic Credit / GDP (%)	8.6
Domestic Credit (% Change)	7.5
Overall Strength of Banking Sector	6.0

External Sector	7.7
Current Account	7.7
External Debt	7.7

FORWARD LOOKING INDICATORS	7.2
Political Economic and Social Stability	7.0
Rule of Law	7.7
Legal Certainty	7.6
Independent Judiciary	7.5
Separation of Powers	7.7
Property Rights	8.0
Transparency / Accountability	5.9
Corruption Prevention	5.0
Independent Media	5.5
Civil Society Participation	7.1
Social Cohesion	6.9
Social Inclusion	6.4
Trust in Institutions	6.6
Societal Mediation	7.4
Conflict Management	7.1
Future Resources	6.1
Education	6.1
Research and Innovation	5.0
Employment	5.9



Social Security	6.5
Environmental Sustainability	7.2
Steering Capability and Reform Capacities	7.4
Strategic Capacity	7.2
Prioritization	7.1
Policy Coordination	7.5
Stakeholder Involvement	6.7
Political Communication	7.5
Implementation	7.2
Government Efficiency	7.8
Resource Efficiency	6.7

Adaptability	7.2
Policy Learning	7.3
Institutional Learning	7.1
Crisis Management	8.0
Historical Evidence of Crisis Management	7.9
Crisis Remediation	7.6
Signaling Process	8.2
Timing and Sequencing	8.0
Precautionary Measures	8.0
Automatic Stabilizers	8.4

MACROECONOMIC INDICATORS

I. Economic Fundamentals	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nominal GDP Growth (%)	1.4	-3.6	2.0	2.1	-0.7	-0.6	0.1	1.2
Real GDP Growth (%)	-1.0	-5.5	1.7	0.6	-2.3	-1.9	-0.4	0.7
Unemployment Rate (%)	6.8	7.8	8.4	8.4	10.7	12.2	12.9	12.0
Real Exports, Goods (% Change)	0.7	-20.7	15.5	12.2	3.6	-0.2	3.8	
Real Imports, Goods (% Change)	1.6	-21.6	23.4	9.5	-5.4	-5.2	-1.7	
Nominal GDP (bn. US\$)	2,318	2,116	2,059	2,198	2,014	2,071	2,129	2,152
GDP per Capita (US\$)	39,523	35,874	34,789	37,031	33,915	34,714	35,511	35,742
GDP per Capita (PPP basis: US\$)	34,941	33,893	34,395	35,494	35,054	34,836	35,275	



Inflation - CPI (%)	3.5	0.8	1.6	2.9	.3	.5	0.1	0.5
Population Growth Rate (% Change)	0.8	0.6	0.5	0.2	0.5	0.4		
Gross Fixed Capital Formation / GDP (%)	21.2	20.0	19.9	19.6	18.3	17.4	16.8	
Gross Domestic Savings / GDP (%)	21	18.7	18.6	18.9	19.5	20.1		
II. Public Sector Policy	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
General Government (GG) Debt / GDP (%)	112.9	125.9	124.8	120.7	127.0	132.5	136.7	135.4
GG Revenue / GDP (%)	49.4	50.2	49.9	49.8	51.5	51.5	51.9	51.9
GG Expenditure / GDP (%)	52.1	55.7	54.3	53.4	54.4	54.5	55.0	54.2
GG Financial Balance / GDP (%)	-2.7	-5.3	-4.2	-3.5	-2.9	-3.0	-3.0	-2.1
Primary Balance / GDP (%)	2.2	-1.0	-0.1	1.2	2.5	2.2	2.2	3.2
GG Debt / GG Revenue (%)	214.5	231.7	238.9	242.3	246.8	257.3	263.4	263.1
GG Interest / GG Revenue (%)	12.8	11.2	11.2	9.4	10.9			
III. Capital Markets & Financial Risk	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Domestic Credit Growth (YOY)		11.9	4.4	6.5	-3.2	0.7		
Domestic Credit / GDP (%)	127.3	136.7	150.6	151.5	161.5	161.8		
IV. External Sector	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Current Account Balance / GDP (%)	-2.8	-1.9	-3.4	-3.0	-0.3	1.0	1.2	1.2

Sources: OECD, World Bank, IMF, Author's Calculations

INCRA

THE INTERNATIONAL NON-PROFIT
CREDIT RATING AGENCY

About the Bertelsmann Foundation

The Bertelsmann Foundation, established in 2008, is the North American arm of the Germany-based Bertelsmann Stiftung. The Foundation is a think tank that spurs debate and discussion on political, economic and social issues and it is committed to promoting the freedom of individuals and societies and international understanding. The Bertelsmann Foundation develops, creates, and implements its own projects and programs. The Bertelsmann Foundation develops "Global Ideas and Transatlantic Action" and we serve as an international window in the US capital, providing a showcase for global best practices and a venue for thought leaders to exchange ideas for confronting society's greatest challenges.

The INCRA project was launched at the Bertelsmann Foundation's 2012 Annual Financial Conference, which has developed a reputation for being the go-to event on the sidelines of the International Monetary Fund World Bank Group Spring Meetings. The Bertelsmann Foundation sees INCRA as an important contribution to the debate and discussion on new rules for international financial- and economic-policy governance. Therefore, the Foundation seeks to explore and support all avenues to turn the INCRA concept into reality.

About INCRA

The Bertelsmann Foundation developed its INCRA (International Non-profit Credit Rating Agency) proposal following the 2008 financial crisis and the subsequent criticism of the practices of the leading credit rating agencies. The INCRA blueprint presents a new model, both in its institutional setup and its methodology, for developing a credit rating agency to assess sovereign risk in an alternative way. INCRA is based on an operational business model funded by a sustainable endowment.

Since publishing the original model for INCRA the Bertelsmann Foundation has assembled a team of international sovereign-ratings experts to produce sovereign ratings based on INCRA's transparent methodology. INCRA has developed a comprehensive new methodology that evaluates a country's ability and willingness to repay its debt. In its sovereign debt assessments INCRA uses forward-looking indicators in addition to traditional macroeconomic data. These indicators are highly qualitative, mirror a country's socioeconomic development and include factors like governments' crisis management and reform capacities as well as investments in education and infrastructure. INCRA defines sovereign ratings as "public goods", available to all citizens and correspondingly all detailed rating reports are available online for free.

Contact

Annette Heuser, Bertelsmann Foundation, (202) 384-1990 annette.heuser@bfna.org

Anneliese Humpert, Bertelsmann Foundation, (202) 384-1995 anneliese.humpert@bfna.org

Bertelsmann Foundation North America, 1101 New York Ave NW, Suite 901, Washington, DC 20005

www.bfna.org

www.incraglobal.org

8.1.9 The Rating Agencies

Parameters which influence the rating:

a) Features of the pool:

- Historical rate of default of the mortgages
- Geographical and socio-economical dispersion
- Behavior of the pool under severe interest rates scenarios □ ("temporary" Bankruptcy; timing of definite bankruptcy; impact on the liquidities of the SPV)

b) Features of the structures (pass-through; pay-through)

- What if the originator or management company goes bankrupt
- What about the legal solidity of the SPV

c) Features of the originator

- What about the internal loan allocation policy?
- What about the level of guarantees?
- What about the quality of the data processing?

d) Quality of the credit enhancement?

Source : Henrard (2014)