



UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

**QUELLE RESPONSABILITÉ OCTROYER AUX AGENCES DE NOTATION PAR
RAPPORT À LA CRISE FINANCIÈRE DE 2007-2008 ?**

PROMOTEUR : HENRARD LUC

MÉMOIRE PRÉSENTÉ PAR KAMBA MBUYI LÉON

EN VUE DE L'OBTENTION DU TITRE DE

MASTER EN SCIENCES DE GESTION.

**ANNÉE ACADÉMIQUE
2014-2015**

Remerciements

Premièrement, je tiens à remercier mon promoteur pour ses précieux conseils. Ceux-ci m'ont permis de réaliser le mémoire dans de bonne condition.

Ensuite, je tiens à remercier ma famille et mes amis pour le soutien qu'ils m'ont apporté tout au long de mon cursus universitaire. Je remercie également les personnes qui ont pris le temps de relire et de me conseiller dans la rédaction de mon mémoire.

Enfin, je tiens à remercier l'université catholique de Louvain-la-Neuve pour la formation qu'elle a pu m'offrir.

Table des matières

Introduction	1
Chapitre 1 : Concept théorique.....	3
Introduction	3
Section I : Comment définir les agences de notation?	3
Section II : L’histoire des agences de notation	6
Section III : Procédure de notation.....	9
Demande de notation.....	9
Due diligence.....	10
Coût d’une notation	10
Conclusion.....	10
Chapitre 2 : Les agences de notation au cœur des préoccupations.....	11
Introduction	11
Section I : Conflit d’intérêts des agences de notation.....	11
Le code de bonne conduite (OICV).....	11
Insuffisance du code de bonne conduite.....	12
Section II : Manque de transparence.....	13
Section III : L’oligopole des 3 agences de notation	14
Conclusion.....	18
Chapitre 3 : Méthodologie de notation.....	19
Introduction	19
Section 1 : Introduction à la notation	19
Interprétation des échelles de notation	20
Les notes de recouvrement	25
Section 2 : Principaux concepts de notation.....	28
La perspective de notation (outlook).....	28
Les notes à court terme.....	28
La mise sous surveillance.....	29
Les notes sur échelles nationales	30
Le plafond pays	31
Section 3 : Mode d’attribution et de retrait d’une notation	32
Le procédé de notation	32
Le retrait d’une note	33
Conclusion.....	34

Chapitre 4 : La crise des subprimes	35
Introduction	35
Section I : Origine de la crise	35
Section II : La racine de la crise : la titrisation	38
Section II : Les raisons de la crise	42
La montée du prix des actifs	42
Utilisation excessive des produits complexes	44
Utilisation abusive de l'effet levier	46
Les Hedge Funds	47
Section III : Le rôle des agences de notation dans la crise	48
La chute du système	52
Conclusion	53
Chapitre 5 : Les réglementations	55
Introduction	55
Section I : Les États - Unis et l'Europe	56
Les États-Unis	56
Modification de l'article 17g-2 du Securities Exchange Act of 1934	57
Modification de l'article 17g-3 du Securities Exchange Act of 1934	58
Modification de l'article 17g-5 du Securities Exchange Act of 1934	58
Modification du Form NRSRO Instructions	59
Dodd Frank Act	59
Europe	61
Limite des réglementations	67
Section II : Réaction des agences par rapport aux réglementations	68
Conclusion	69
Conclusion	71
<u>Bibliographie</u>	75
Annexe	81
Annexe I : Code de conduite IOSCO pour les agences de notation	81
Annexe II : Premier amendement de la Constitution américaine	95
Annexe III : Définition de la note émetteur, note d'émission et la note de recouvrement	96
Annexe IV : Réglementation financière de 1931 sur les agences de notation	97
Annexe V : Risque de liquidité et risque de solvabilité	99
Annexe VI : Le Credit Rating Agency Reform Act de septembre 2006	100

Introduction

La crise financière de 2008 est la plus grande crise que le monde a connue depuis la récession économique de 1929. D'après Friedman (2011), « *il y a deux superpuissances dans le monde aujourd'hui : les États-Unis et Moody's. Les États-Unis peuvent vous détruire en vous envoyant des bombes. Moody's peut vous détruire en abaissant la note de vos obligations* ». La dégradation en cascade de plusieurs notes par les agences de notation a causé une crise de grande ampleur. En effet, la crise commence aux États-Unis avant de toucher le reste du monde. Ainsi, la récente récession économique a causé de nombreux troubles au niveau international. Les troubles sont tant d'ordre économique que social. De cette façon, la hausse du taux de chômage, l'augmentation du nombre de faillites d'entreprises, la dépossession de maisons de plusieurs ménages américains, mais aussi ailleurs dans le monde et l'effondrement de grands acteurs économiques sont des conséquences directes du marasme économique du XXI^e siècle. De fait, le gouvernement américain refuse de se rallier au concept du « **Too big too fail** » qui était de coutume jusque-là et laisse la banque d'investissement Lehman Brothers tomber en faillite.

La crise de la dette souveraine a suivi la crise financière, aujourd'hui encore des pays comme la Grèce tentent de sortir la tête de l'eau. L'utilisation abusive des produits structurés est mise en cause dans la crise ainsi que les agences de notation, elles sont accusées d'avoir monté et noté ses produits complexes.

L'objectif du présent mémoire est de déterminer la responsabilité des agences de notation dans la crise financière de 2008. De nombreux pays exigeaient que les produits structurés soient d'abord notés par les agences de notation avant d'être émis sur le marché. Par ailleurs, ces produits sont fortement mis en cause dans la formation de cette dépression économique. Dès lors, les agences ont été pointées du doigt et elles sont accusées d'avoir abaissé la note de ces produits complexes trop tardivement.

Afin de répondre à la question de recherche du mémoire, nous avons réparti notre travail en cinq parties. Dans la première partie, nous présenterons le concept d'agence de notation. Pour ce faire, nous commencerons par définir ce que sont les agences de notation et nous ferons état de l'évolution de celles-ci depuis leur création avec le passage du modèle d'« **investisseur-payeur** » au modèle de l'« **émetteur-payeur** ».

Dans la deuxième partie, nous mettrons en avant les principales critiques allant à l'encontre du secteur des agences de notation. Les conflits d'intérêts vis-à-vis de leur mode de rémunération, le manque de transparence et le monopole de Standard & Poor's, Moody's et Fitch feront l'objet de cette partie.

La troisième partie aura pour but de décrire les principales méthodologies qu'utilisent les agences de notation pour attribuer une notation. Nous fournirons des explications sur la signification des échelles de notation afin de bien les comprendre. Ainsi, la perspective de notation ou la mise sous surveillance d'une note seront des concepts étudiés dans cette partie.

Dans l'avant-dernière partie, nous allons nous employer à exposer les principales raisons qui ont mené à la crise financière de 2008. La titrisation et l'utilisation abusive de produits complexes sont des exemples de notion qui feront l'objet de l'avant-dernier chapitre. Enfin, nous terminerons cette partie en analysant les implications des agences de notation dans ce désastre économique.

La dernière partie du travail concerne les réglementations mises en œuvre par les régulateurs américains et européens vis-à-vis des agences de notation à la suite de la crise. En effet, avant la crise très peu de réglementation existe dans le secteur des agences de notation. La crise a donc eu pour conséquence d'inciter les régulateurs à fixer des limites à ces institutions privées. La dernière partie portera également sur la réaction des agences vis-à-vis des nouvelles réglementations les concernant.

Chapitre 1 : Concept théorique

Introduction

Dans ce chapitre introductif du travail, nous veillerons à définir du mieux que possible les agences de notation. À ce sujet, nous donnerons un aperçu de leurs fonctions et l'utilité des notations qu'elles émettent. Ensuite, nous décrirons l'évolution des agences de notation à travers l'histoire. Enfin, nous analyserons les différentes étapes qui composent le processus de notation, allant du premier contact avec l'émetteur à l'attribution d'une note pour un émetteur.

Section I : Comment définir les agences de notation ?

Les agences de notation sont des institutions privées ayant pour fonction de déterminer la capacité de remboursement d'États et de sociétés privées qui se financent sur les marchés de capitaux en émettant des titres de dette à court terme ou à long terme. Ces agences attribuent une notation aux émetteurs des titres négociés sur le marché. Cette notation est appelée « rating » en anglais (Petitjean, 2012, p.1). La notation de crédit est considérée par le Parlement européen comme étant : *« 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 »*.

Selon Collard (2011), la demande de notation actuelle peut être sollicitée par une banque, une entreprise ou une entité publique en échange d'une rémunération. Réunir les informations, contacter chaque émetteur demande énormément de temps, c'est pourquoi de nombreux acteurs économiques ont pris l'habitude de faire appel aux agences habilitées. Celles-ci possèdent le personnel qualifié et les compétences qui diminueront l'asymétrie d'information entre les emprunteurs et les prêteurs. Nous pouvons comparer cela à l'avantage comparatif de David Ricardo. En effet, tout au long de notre cursus universitaire, nous avons appris que nous produisons davantage en nous spécialisant dans ce que l'on fait le mieux.

Les trois principales agences de notation dans le monde sont Standard and Poor's, Moody's et Fitch. Dans le chapitre 3, nous expliquerons de manière approfondie la méthodologie que chacune de ces trois institutions utilise pour établir ses notes. Leurs méthodologies comportent des éléments tels que la perspective d'évolution d'une note (outlook en anglais) dont le but est de déterminer dans quel sens la note évoluera dans un horizon de temps compris entre un à deux ans ou encore la mise sous surveillance qui a pour objectif d'informer les investisseurs sur la probabilité de changement de notation à très court terme .

Pour concevoir leurs grilles de notation, les agences se basent aussi bien sur des critères quantitatifs que qualitatifs. Une note élevée AAA comme celle de l'Allemagne que nous pouvons voir dans le tableau 1 ci-après implique un faible risque de défaut. Inversement, plus la note est faible plus la probabilité de défaut est élevée comme pour la note C. À titre d'exemple, nous allons donner une explication de la crise de la dette souveraine pour comprendre la note C que Moody's a attribuée à la Grèce dans le même tableau. À la suite de la crise financière, certains pays de la zone euro ont eu à faire face à une croissance relativement forte de leur dette publique. En Europe, la crise de la dette souveraine¹ se déclenche en 2010. Le cas de la Grèce fait peur, les membres de la zone euro veulent éviter un risque de contagion. Ainsi, en mai 2010, les pays membres de la zone euro et le Fonds Monétaire International (FMI) assurent une partie du paiement de la dette grecque en contrepartie d'un plan budgétaire très lourd pour la Grèce. De nos jours, nous pouvons voir dans plusieurs sources d'informations télévisées ou internet que la Grèce est encore dans des difficultés.

¹ Ce terme désigne une dette émise par un émetteur souverain, c'est-à-dire en général un État. Une dette souveraine peut être formée de titres d'emprunts émis par le Trésor public d'un pays, de crédits bancaires ou d'institutions d'État, de prêts d'autres États ou d'institutions supranationales. Les titres concernés peuvent être négociables sur les marchés <http://www.societegenerale.com/fr/comprendre-la-banque/l-environnement-economique-et-bancaire/la-crise-de-la-dette-souveraine> (Consulté le 14/05/2015).

Afin de donner un aperçu des notations, nous présentons le tableau 1 qui reprend la note souveraine des États de la zone euro et hors zone euro en octobre 2012. Ces deux tableaux nous montrent que la crédibilité financière fluctue d'un pays à l'autre, aussi bien dans la zone euro qu'en dehors de celle-ci. Comme nous venons de le souligner supra, la note AAA est la plus élevée des notations et offre un faible risque de défaut comme dans le cas de l'Allemagne citée précédemment et d'autres pays à cette période. Les notes qui n'ont pas été expliquées dans cette section seront expliquées plus en détail dans la section I du chapitre 3.

Tableau 1 : Note souveraine des États de la zone euro et hors zone euro au début d'octobre 2012

Zone euro	S&P	Fitch	Moody's
Autriche	AA+	AAA	Aaa
Belgique	AA	AA	Aa3
Chypre	BB	BB+	Ba3
Estonie	AA-	A+	A1
Finlande	AAA	AAA	Aaa
France	AA+	AAA	Aaa
Allemagne	AAA	AAA	Aaa
Grèce	CCC	CCC	C
Irlande	BBB+	BBB+	Ba1
Italie	BBB+	A-	Baa2
Luxembourg	AAA	AAA	Aaa
Malte	A-	A+	A3
Pays-Bas	AAA	AAA	Aaa
Portugal	BB	BB+	Ba3
Slovaquie	A	A+	A2
Slovénie	A	A-	Baa2
Espagne	BBB+	BBB	Baa3

Hors Zone euro	S&P	Fitch	Moody's
Australie	AAA	AAA	Aaa
Argentine	B	B	B3
Brésil	A-	BBB	Baa2
Bulgarie	BBB	BBB-	Baa2
Canada	AAA	AAA	Aaa
Chine	AA-	A+	Aa3
Tchéquie	AA	A+	A1
Danemark	AAA	AAA	Aaa
Hongrie	BB+	BB+	Ba1
Inde	BBB-	BBB-	Baa3
Japon	AA-	A+	Aa3
Lettonie	BBB-	BBB-	Baa3
Lituanie	BBB	BBB	Baa1
Pologne	A	A-	A2
Roumanie	BB+	BBB-	Baa3
Russie	BBB+	BBB	Baa1
Afrique du Sud	A	BBB+	Baa1
Suède	AAA	AAA	Aaa
Suisse	AAA	AAA	Aaa

Source : (Uhr, 2012, p.5).

Trois fonctions principales caractérisent les agences de notation.

Premièrement, des émetteurs de titres de dette sollicitent contre rémunération une évaluation qui si elle leur est favorable leur permettra de se financer à moindre coût sur le marché du crédit. Toutefois, il y a des notations que les agences octroient de leurs propres initiatives.

Deuxièmement, les agences de notation accomplissent une activité d'information et de conseil. En effet, celles-ci vendent des informations statistiques et financières qu'elles récoltent dans le cadre des analyses qu'elles effectuent pour établir une note. Dans ce sens, d'après Uhr (2012), leur mission est de minimiser l'asymétrie d'information qui existe entre l'émetteur et le prêteur.

Troisièmement, elles participent à la création et à l'évaluation de produits structurés (Crisp, n.d). S'agissant des produits structurés qui ont été mis en cause dans la crise des subprimes², la banque d'affaires indépendante de Belgique Degroof (n.d), en donne la définition suivante : *« les produits structurés sont des instruments financiers qui, généralement, visent à offrir un profil de rendement qui sera fonction de l'évolution d'une variable sous-jacente comme, par exemple, un indice boursier. Ces solutions sur mesure cherchent à rencontrer des attentes particulières de clients et à saisir des opportunités de marché ».*

Section II : L'histoire des agences de notation

Les noms de Henry Varnum Poor (1844-1915), Luther Lee Blake (1874-1953), John Moody (1868-1958) et John Knowles Fitch (1880-1943) ont joué un rôle important dans l'histoire des agences de notation. En 1868, Henry Varnum Poor profite du développement des chemins de fer aux États-Unis et lance une publication annuelle de statistiques intitulée : *« Poor's Manual of the Railroads of the United States »* (Standard & Poor's, n.d).

Le manuel qui est mis à jour chaque année permet aux investisseurs de suivre la progression d'une entreprise au fil du temps. Vers 1900, John Moody (1868-1958) publiera ses manuels de notations financières, les « **ratings** ». La notation deviendra alors un puissant outil d'information pour les investisseurs.

² La crise des subprimes éclate aux États-Unis en août 2007 et provoquera un effondrement du marché économique mondial (Artus et al, 2008, p.5).

Lors de leur création, les agences de notation étaient financées par l'intermédiaire des investisseurs, c'est le modèle « **investisseur- payeur** », c'est-à-dire que quelqu'un qui voulait investir une partie de son capital était libre d'avoir recours à une agence de notation pour évaluer les actifs qui l'intéressait.

En 1975, une procédure d'agrégation est lancée par la SEC³ : cette procédure concerne l'obtention du statut NRSRO⁴, qui stipule que les agences de notation doivent prouver qu'elles ont les ressources financières nécessaires et un personnel de qualité pour mener à bien leurs activités de notation.

C'est la naissance du modèle « **émetteur- payeur** », favorisé par des éléments tels que la technologie des photocopieuses qui a permis une diffusion d'informations plus rapide entre les investisseurs.

Désormais, ce sont les émetteurs de titres qui vont rémunérer directement ceux qui les évaluent au prix de nombreux conflits d'intérêts et de dérive comme nous le verrons dans le chapitre suivant. Selon Dupret (2011), « *de sept agences de notation disposant de ce statut dans les années 1980, seules les trois grandes en bénéficient en 2011* ». Ces trois agences sont les trois principales agences que nous avons citées jusqu'ici à savoir : Moody's (Moody's Investors Service), Standard and Poor's(S&P) et Fitch. Elles réalisent à elles seules plus de 90% du chiffre d'affaires de la profession.

³ Security and Exchange Commission (SEC) is a government commission created by Congress to regulate the securities markets and protect investors. <http://www.investopedia.com/terms/s/sec.asp> (Consulté le 25/11/2014).

⁴ Nationality Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO). <http://www.gresea.be/spip.php?article914> (Consulté le 19/02/2015).

Tableau 2 : Principales caractéristiques des trois grandes agences de notation en 2010

	Standard and Poor's	Moody's	Fitch
Date de création	1916/1922	1909	1924
Siège social	États-Unis	États-Unis	États-Unis et Royaume-Uni
Nombres d'analystes (2010)	1 345	1 204	1 049
Nombres d'analystes dans l'Union européenne	535	226	242
Nombre d'analystes en France	70	17	25
Nombre de notation	1 190 500	1 039 187	505 204
Dont sur obligations publiques	965 900	841 235	363 897

Source : (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.14).

Tableau 3 : Chiffre d'affaires et rentabilité des trois grandes agences de notation en 2011

	Standard and Poor's	Moody's	Fitch
Chiffre d'affaires (en millions de dollars)	1 767	2 280,7	732,7
Résultat opérationnel (en millions de dollars)	719	888,4	227
Marge opérationnelle	40,7%	39%	31%

Source : (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.15).

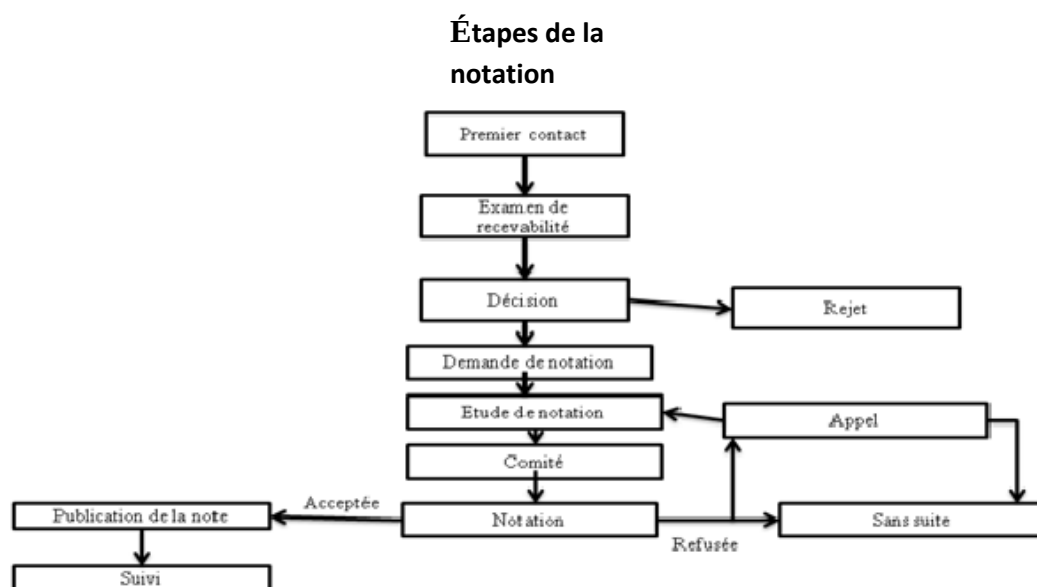
À compter de 2011, en Europe cet enregistrement est du ressort de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Aux États-Unis, l'enregistrement relève de la SEC. Par ailleurs, les agences enregistrées dans des pays tiers à l'Union européenne peuvent aussi être certifiées si les règles applicables sont semblables à celles que le règlement communautaire exige. Ainsi d'après Espagnac et De Montesquiou (2012), « en 2011, dix agences étaient enregistrées aux États-Unis par la SEC. Au sein de l'Union européenne, on compte dix-sept agences de notation enregistrées ou certifiées. Seules cinq agences proposaient une notation de dette souveraine ».

Section III : Procédure de notation

Demande de notation

Selon Karyotis (1995), « *l'entreprise souhaitant demander la notation d'une opération financière doit présenter un dossier comportant ses statuts, l'extrait du registre du commerce la concernant, ses cinq derniers rapports annuels, ses derniers bilans et comptes de résultats, ainsi que les annexes certifiées par les Commissaires aux comptes, sa situation provisoire éventuellement et des indications aussi précises que possible sur la nature et la raison d'être de l'opération financière notée* ». Nous comprenons que la demande de notation nécessite donc l'élaboration d'un dossier qui suit un schéma déterminé par l'agence qui est en contact avec l'émetteur. L'agence peut si elle le souhaite demander l'aide d'un établissement financier ou de tout autre spécialiste. En guise d'illustration, le graphe 1 résume les étapes de la notation.

Graphe 1 : Étapes de la notation



Source : (Karyotis, 1995, p.25).

Due diligence

De manière générale la Due diligence est un ensemble d'analyse de vérifications qu'effectue un investisseur en vue d'une transaction. Celle-ci donne l'occasion à un investisseur de se renseigner sur l'entreprise dans laquelle il veut investir. Dans le cas précis de la notation, la due diligence est l'étape où l'émetteur s'adresse à une agence de notation afin qu'elle émette une notation à son sujet. Dans le souci d'établir une note correspondante à la réalité économique de l'entreprise en question, l'agence de notation réclame des informations claires et précises sur l'entreprise. Au cours de ce processus, l'agence de notation garantit à l'émetteur la confidentialité des données. Nous soulignons également que les coûts de notes de l'émetteur sont déterminés lors de cette étape (Karyotis, 1995, pp.24, 26).

Coût d'une notation

Selon Karyotis (1995), le coût d'une notation varie d'une entité à l'autre et dépend également de la quantité ou des volumes à noter. Dans le cadre du processus de notation à court terme, l'agence demandera un paiement supplémentaire dans le cas où l'émetteur souhaite renouveler sa demande de notation. Nous avons appris que pour un processus de notation de long terme, l'émetteur paie l'agence en une seule fois.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous venons de fournir un certain nombre d'éléments permettant de définir et caractériser les agences de notations. Nous avons également rappelé succinctement l'évolution des agences de notations depuis leur apparition au début du XXe siècle. Aujourd'hui, elles sont au cœur de toutes préoccupations à travers le monde. C'est ce que nous allons tenter d'analyser dans le prochain chapitre. De plus, des détails sur la procédure de notation seront apportés dans le chapitre 3.

Chapitre 2 : Les agences de notation au cœur des préoccupations

Introduction

Tout au long de ce chapitre, nous citerons les principaux reproches allant à l'encontre des agences de notation. Nous parlerons également de la remise en question de la fiabilité des notes des trois institutions de rating principales et de l'oligopole que celles-ci forment.

Section I : Conflit d'intérêts des agences de notation ?

Le code de bonne conduite (OICV)

Nous avons vu dans la section II du chapitre 1 que le mode de rémunération des agences de notation a connu une importante évolution. Assurément, elles sont passées d'un modèle « investisseur- payeur » à un modèle « émetteur- payeur ». Au fil du temps, les marchés financiers deviennent de plus en plus complexes, notamment à la suite du développement des produits structurés et du développement des technologies de l'information et de communication. La complexité des marchés a donc permis au modèle de l'« émetteur-payeur » de prendre une place confortable au sein des agences de notation (Espagnac et De Montesquiou, 2012, pp. 16-17).

Cependant, suite à de nombreux scandales financiers comme celui d'Enron⁵, le modèle de l'« émetteur- payeur » va être remis en cause.

Un essai de réglementation est mis en place avec la création d'un code de bonne conduite dédié aux agences de notation. Ce code voit le jour en décembre 2004. Celui-ci est mis en place dans le cadre de l'organisation internationale des commissions de valeurs (OICV⁶). Il aura pour but de mettre fin au mythe d'autorégulation glorifié par les agences de notation jusque-là.

⁵ Enron est une entreprise américaine de transport de gaz et d'électricité, en 2000 elle se classait au sixième rang mondial dans le secteur de l'énergie avant de tomber en faillite le 2 décembre de l'année suivante (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.97).

⁶ Voir annexe I.

Il comprend trois axes principaux, à savoir : « *la qualité et l'intégrité du processus de notation, l'indépendance des agences et la nécessité d'éviter les conflits d'intérêts, les responsabilités des agences vis-à-vis des émetteurs comme des investisseurs* » (Collard, 2011, p.13).

À titre d'exemple, le code précise que les agences de notation doivent jouir de ressources humaines adéquates, capables de fournir du travail d'expert et de garantir la qualité des notations émises. Selon Collard (2011), « *informer les autorités financières sur les conflits d'intérêts existants, séparer l'activité de notation de toute autre activité ou encore stipuler si une notation a été établie avec la participation, ou non, de l'émetteur figurent aussi parmi les principes édictés par le code de bonne conduite* ».

Insuffisance du code de bonne conduite

La crise des subprimes va mettre les agences de notation sous le feu des projecteurs. Nous avons déjà parlé du mode de rémunération existant dans ce secteur. Celui-ci sera fortement critiqué, car il entraînerait des conflits d'intérêts, et ce malgré le code de bonne conduite mis en place avant la crise. Dans ce sens, le « rapport Levin »⁷, du Sénat américain sur la crise financière relate que : « *la volonté des agences d'accroître leurs parts de marché dans le secteur de la notation des produits structurés les aurait conduites à être moins rigoureuses et à accorder des notes plus élevées afin de satisfaire leurs clients* ». Le même rapport souligne également que : « *les agences de notation n'ont pas accru suffisamment leurs moyens humains pour faire face à une charge de travail en constante augmentation* » (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.140).

⁷ Rapport du Sénat américain sur la crise financière (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.140).

Section II : Manque de transparence

À la suite de la récente crise économique, de plus en plus d'acteurs de l'économie mondiale se posent des questions sur la fiabilité des informations fournies par les agences de notation. En effet, d'après Uhr (2012), l'un des reproches faits aux agences de notation repose sur le manque de transparence dans leur méthodologie.

Dès lors, les changements de législation aux États-Unis et en Europe au cours de ces dernières années ont incité les agences à fournir plus de transparence. C'est pourquoi elles multiplient leurs efforts de communication en procédant notamment à une restructuration de leur site internet. Celles-ci améliorent le contenu proposé, même si l'accès à certaines rubriques n'est possible qu'après enregistrement.

Les nouvelles règles promulguées par la SEC⁸ seront analysées de manière plus détaillée dans le chapitre 5. Ainsi, une des nouvelles règles nous dit que « *les agences habilitées NRSRO doivent désormais publier un rapport sur les spécificités du risque lié aux produits structurés et sur les procédures et méthodologies de notation qui s'y rapportent. Une alternative leur est toutefois offerte, celle d'utiliser un symbole propre à la notation de ces produits structurés, les différenciant des autres types de notation* » (Collard, 2011, p.14).

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a pour objectif de rendre les comparaisons entre les agences plus faciles et de permettre d'avoir une vision plus claire sur leur performance. Pour réaliser cette tâche, l'AEMF a « *l'obligation, depuis 2011, de rendre publiques des données harmonisées sur les performances des agences. Ces données sont consultables sur son site internet* » (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.93).

⁸ Règle du 16 juin 2008 et du 1^{er} juillet 2008, édictée afin de rendre le rating des produits de financement structuré davantage transparent et s'assurer de la suffisance de l'information délivrée aux investisseurs sur les risques qu'ils présentent. (Tchotourian, n.d, p.5).

Comme nous pouvons le constater dans le tableau 4, un AAA de Moody's avec un taux de défaut de 0,00% semble plus fiable qu'une note équivalente chez S&P qui a un taux de 0,46%. Cependant, nous ne pouvons pas nous fier aveuglément à ces chiffres, car les agences conservent encore des échelles et des systèmes de notation différents. Ainsi, malgré tous les efforts cités précédemment, la comparaison des méthodologies des trois principales institutions de notation demeure difficile.

Tableau 4 : Taux de défaut calculé par l'AEMF pour S&P et Moody's, notation allant du 1^{er} janvier 2000 au 30 juin 2011

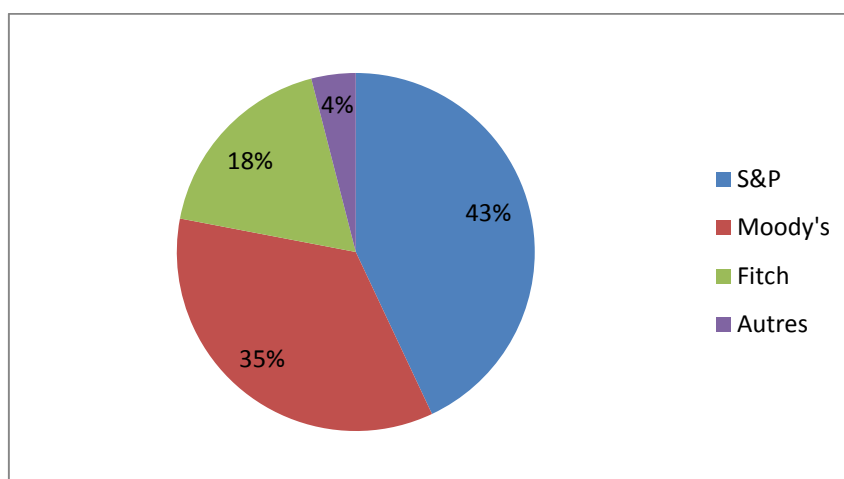
Notes		Nombre de défauts		Taux de défaut	
Standard and Poor's	Moody's	Standard and Poor's	Moody's	Standard and Poor's	Moody's
AAA	Aaa	1	0	0,46 %	0,00 %
AA	Aa	2	3	0,22 %	0,48 %
A	A	32	26	1,85 %	2,37 %
BBB	Baa	94	42	5,23 %	4,47 %
BB	Ba	194	42	17,34 %	9,29 %
B	B	408	307	37,33 %	30,85 %
CCC	Caa	61	130	46,21 %	43,48 %
CC	Ca	6	8	46,15 %	16,33 %
C	C	0	2	0,00 %	8,33 %

Source : (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.93).

Section III : L'oligopole des 3 agences de notation

D'après Uhr (2012), le monde compterait plus de 130 agences de notation. Pourtant seules 3 d'entre elles se partagent environ 95% des parts du marché de la notation. Le graphique 2 nous donne une estimation des parts de marché mondiales dans ce secteur en 2010. À cette période, la répartition est de plus ou moins 43% pour S&P, 35% pour Moody's, 18% pour Fitch et les 4% restant sont pour les autres acteurs du marché. Les chiffres estimés nous indiquent clairement que Fitch, Moody's et S&P forment une structure d'oligopole au niveau mondial.

Grphe 2 : Parts de marché mondiales des agences de notation en 2010



Source : (Uhr, 2012, p.10).

Les trois agences formant la structure d'oligopole sont aussi connues sous le nom de « **Big Three** ». Nous pouvons nous interroger sur les raisons de l'existence d'un tel oligopole ou encore la façon dont celui-ci s'est formé ? Nous répondrons à ces questions en plusieurs étapes.

Tout d'abord, la présence d'un tel oligopole peut s'expliquer par le renforcement des obligations d'enregistrement auprès de l'AEMF et de la SEC que doit fournir une agence de notation pour être accréditée. De plus, en 2006, la rectification par le Congrès américain du « Credit Rating Agency Reform Act » matérialise encore plus les conditions d'obtention du statut NRSRO. Ci-après se trouvent les différents critères pour l'obtention de ce statut :

« -L'agence doit être active depuis au moins 3 ans.

-La qualité des notations doit être reconnue par les grands investisseurs institutionnels enregistrés auprès de la SEC.

-La méthodologie, les procédures internes aux agences ainsi que des données statistiques relatives à la robustesse des notations doivent être communiquées à la SEC.

-Tout conflit d'intérêt potentiel doit être communiqué à la SEC » (Uhr, 2012, p.8).

Ensuite, selon Uhr (2012), une des autres raisons mises en avant dans la formation de cet oligopole est que les membres du Big Three ont tendance à s'appropriier les plus petites agences qui viennent leur faire concurrence. Ainsi, dans les années 1980-1990 plus de 30 agences concurrentes ont été rachetées par les trois agences principales.

Les barrières à l'entrée sont élevées notamment dues à la réputation qu'a bâtie le Big Three. En effet, comme nous le disent Espagnac et De Montesquiou (2012), « *de nombreux investisseurs, aujourd'hui, ne feraient pas confiance à une nouvelle agence et le disent clairement, tout nouvel acteur étant considéré comme peu crédible et son expérience largement insuffisante. Je rappelle que Fitch, Moody's et Standard and Poor's existent depuis quasiment un siècle* ». Nous voyons clairement dans ce discours que les trois grosses institutions de rating ont su gagner la confiance des investisseurs et se rendre indispensables.

Pour appuyer le précédent discours, nous ajoutons celui de White (2010), « *the market for bond information is one where potential barriers to entry like economies of scale, the advantages of experience, and brand name reputation are important features. Nevertheless, in creating the NRSRO designation, the Securities and Exchange Commission had become a significant barrier to entry into the bond rating business in its own right. Without the benefit of the NRSRO designation, any would-be bond rater would likely remain small-scale. New rating firms would risk being ignored by most financial institutions* ».

Pour finir, le constat de plusieurs analogies dans l'actionnariat de S&P et Moody's soulève des suspicions d'entente et d'actions anti-concurrentielles ayant pour but d'empêcher l'accès au marché à de nouveaux entrants. De cette façon, les neuf mêmes actionnaires possèdent 38% du capital de S&P et 53% de celui de Moody's comme nous le montre le tableau 5.

Tableau 5 : Principaux actionnaires de S&P et de Moody's

	Standard and Poor's (filiale à 100 % Mc Graw-Hill)	Moody's
Northern Trust Corp.	1,75 %	1,32 %
Capital Group Companies	16,15 %	21,98 %
Vanguard Group Inc.	4,44 %	3,97 %
State street Corp.	4,41 %	3,91 %
T.Rowe Price Associates	3,90 %	3,98 %
Fidelity Investments	1,27 %	8,15 %
Black Rock Inc.	4,59 %	6,89 %
Bank of New York	1,23 %	2,25 %
Massachusetts Financial Services	0,21 %	0,62 %
	38 %	53 %

Source : (Espagnac et De Montesquieu, 2012, p.196).

A ce jour, aucune preuve d'entente entre ces deux agences n'existe. Nous avons pu apprendre durant notre étude que le Sénat français n'a eu connaissance d'aucun cas d'enquête mise en place par les autorités spécialisées dans le domaine de la concurrence tant aux États-Unis qu'en Europe (Espagnac et De Montesquieu, 2012, p.197).

Conclusion

Ce chapitre a nous as permis de comprendre qu'elles étaient les principaux reproches adressés aux trois agences que sont S&P, Moody's et Fitch. Au lendemain de la crise financière, les changements de législation aux États-Unis et en Europe poussent les agences à améliorer leurs moyens de communication. Nous avons aussi observé que les barrières à l'entrée dans le secteur de la notation sont extrêmement élevées. Nous verrons dans le chapitre 5, les réglementations solutions proposées pour mettre fin à cet oligopole.

Chapitre 3 : Méthodologie de notation

Introduction

Tout d'abord, nous avons jugé utile de donner une introduction à la notation. En effet, dans ce chapitre, nous parlerons de la définition de la notation qui est d'actualité aujourd'hui, il s'agit de la notation qui détermine la solvabilité des émetteurs. Ensuite, nous expliquerons les différentes échelles de notation de la catégorie d'investissement et de la catégorie spéculative. Enfin, ce chapitre a l'intention d'aborder différentes méthodologies de notation.

Section 1 : Introduction à la notation

Au dire de Gaillard (2010), « *les notations financières des agences sont des opinions indépendantes. À ce titre, elles sont protégées par le premier amendement de la Constitution américaine⁹, garant de la liberté d'expression* ». En lisant cet amendement, nous comprenons pourquoi il est possible que les agences de rating ne se sentent pas directement menacées, car aucune loi ne les rend responsables des pertes supportées par les investisseurs. Le mot « **opinion** » a toute son importance dans la définition de la fonction d'une agence, elle délivre un avis, ce qui rend les poursuites judiciaires difficiles. Le diable est dans les détails, nous supposons donc que si nous déposons une plainte à la justice contre une agence, l'avocat de la défense utilisera le détail qui précise que l'agence ne délivre qu'une opinion et que rien ne nous oblige à la suivre, rendant ainsi toute procédure de plainte compliquée.

La définition de la notation a connu quelques fluctuations avant de se fixer dans les années 1930. Dans le premier manuel de John Moody dédié aux titres de chemins de fer, il indique que ces notes incarnent à la fois la liquidité et la sécurité des titres obligataires. En 1919, il donne un autre sens à la notation. Désormais, il donne une description de ses notations souveraines en les décrivant comme une mesure du crédit d'un gouvernement.

⁹ Voir annexe II.

Une définition de la notation va s'imposer pendant les années de l'entre-deux-guerres. Celle-ci repose sur la solvabilité des émetteurs. De manière succincte nous pouvons dire que les notes de Moody's, Poor's, Fitch et Standard Statistics représentent une certaine probabilité de défaut. À cet égard, Gaillard (2010), nous dit que : *« 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. Cette définition, induite de la pratique de notation et de l'échelle des ratings des quatre agences, n'a pas fondamentalement changé depuis les années 1920 »*.

À compter du milieu des années 2000, les agences octroient principalement trois types de notes, à savoir : la note d'émetteur, la note d'émission et la note de recouvrement¹⁰.

Interprétation des échelles de notation

Nous allons décrire du mieux que possible la signification des échelles utilisées par les agences. Cette description a deux objectifs principaux, d'une part comprendre ce que représentent les échelles et d'autre part saisir de façon claire la notion du risque de crédit employé par les agences.

Suite à la lecture du livre des agences de notation de Gaillard (2010), nous avons appris que l'écart entre deux notes se mesure en **crans** (notches en anglais). À titre d'exemple, un cran sépare la note A1 de la note A2 dans la notation actuelle de Moody's. La notation de l'entre-deux guerres a conduit à une harmonisation progressive des notes entre les trois principales agences. C'est ainsi qu'un Baa de Moody's équivalait à un BBB de Fitch, à un B1+ de Standard Statistics, et à un B** de Poor's. De surcroît, les augmentations de notes (**upgrades**) et les diminutions de notes (**downgrades**) convergeaient d'une agence à l'autre. Après la fusion de Poor's et de Standard Statistics en 1941, la nouvelle échelle de S&P imite celle de Fitch. Néanmoins, trois des notes DDD, DD et D subiront un changement pour devenir les notes D (défaut) et SD (défaut sélectif) qui notifient que le lecteur est en défaut sur tout ou sur une partie de sa dette obligataire.

¹⁰ Voir annexe III.

Septembre 1931¹¹ et février 1936 sont deux périodes qui marquent les premières réglementations financières à l'origine de la séparation entre les notes de la **catégorie d'investissement** (investment grade) et de la **catégorie spéculative** (speculative grade). Ces deux réglementations stipulent qu'une différenciation doit se faire entre les titres de haute qualité et de bonne qualité et les titres spéculatifs. De nos jours, comme nous le verrons dans les tableaux 6 et 7 qui suivent, la ligne de démarcation se trouve entre les notes BBB- et BB+ pour Fitch et S&P et entre les notes Baa3 et Ba1 pour Moody's. Faire partie de la catégorie d'investissement est un élément primordial pour de nombreux investisseurs. Il est bon de souligner qu'appartenir à cette catégorie permet d'obtenir des taux bancaires et de marché plus bas et représente également une source sûre pour de nombreux banquiers et investisseurs. A contrario, de nombreux investisseurs rechignent à l'idée de se retrouver dans la catégorie spéculative.

Les raisons principales sont qu'ils veulent éviter des taux bancaires et de marché plus élevé, c'est pourquoi la forte aversion au risque de certains investisseurs peut s'expliquer.

Afin de clarifier tout ce que nous venons de décrire auparavant, les tableaux 6 et 7 des pages suivantes se chargent d'en faire le résumé.

¹¹ Voir annexe IV.

Tableau 6 : Interprétation actuelle de l'échelle globale de notation de Fitch et S&P ¹²

Catégorie	Note de Fitch	Note de S&P	Signification
Catégorie investissement	AAA	AAA	La note AAA indique que le risque de crédit est le plus faible. Cette note n'est attribuée que dans les cas où l'aptitude à honorer les engagements financiers à leur échéance est exceptionnellement forte.
	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	La note AA indique que le risque de crédit est très faible. L'aptitude à honorer les engagements financiers à leur échéance est très forte.
	A+ A A-	A+ A A-	La note A indique que le risque de crédit est faible. L'aptitude à honorer les engagements financiers à leur échéance est forte. Toutefois, une évolution défavorable des conditions économiques ou financières est susceptible d'altérer cette aptitude.
	BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	La note BBB indique que le risque de crédit est actuellement faible. L'aptitude à honorer les engagements financiers à leur échéance est suffisante, bien qu'une évolution défavorable des conditions économiques ou financières puisse altérer cette aptitude.
Catégorie spéculative	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	La note BB indique une possibilité d'apparition du risque de crédit, en particulier du fait d'une évolution défavorable des conditions économiques. Cependant, des ressources d'exploitation ou financières sont susceptibles d'être mobilisées pour honorer les engagements contractés.

¹² Les signes + et (-), sont associés aux titres jugés les plus (moins) solvables au niveau de la catégorie, alors que l'absence de signe correspond à des titres à solvabilité médiane (Gaillard, 2010, p. 27).

	B+ B B-	B+ B B-	La note B indique qu'il existe un risque de crédit significatif. Le respect des engagements financiers est encore assuré. Toutefois, le maintien d'aptitude à honorer ces engagements dépend de la persistance de facteurs d'exploitation et de conditions économiques favorables.
	CCC+ CCC CCC- CC C	CCC+ CCC CCC- CC C	Engagements sur lesquels la possibilité d'un défaut de paiement est réelle. L'aptitude à honorer les engagements financiers à leur échéance repose exclusivement sur la persistance de facteurs d'exploitation ou de conditions économiques favorables. L'éventail de notes indique que la défaillance est probable, très probable ou imminente
Défaut de paiement	RD	SD	Situation de défaut de paiement sur une partie des titres émis.
	D	D	Situation de défaut de paiement sur l'ensemble des titres émis.

Légende : représente la notation la plus élevée.

représente la plus faible notation.

Source : (Gaillard, 2010, p. 27).

Tableau 7 : Interprétation actuelle de l'échelle globale de notation de Moody's¹³

Catégorie	Note de Moody's	Signification
Catégorie investissement	Aaa	Les obligations notées Aaa sont considérées comme étant de la meilleure qualité et présentent un risque de crédit minime.
	Aa1 Aa2 Aa3	Les obligations notées Aa sont considérées comme de grande qualité et présentent un très faible risque de crédit.
	A1 A2 A3	Les obligations notées A sont considérées comme se situant dans la moyenne supérieure et présentant un faible risque de crédit.
	Baa1 Baa2 Baa3	Les obligations notées Baa sont soumises à un risque de crédit modéré. Elles sont considérées comme étant de qualité moyenne et sont dès lors susceptibles de présenter des caractéristiques spéculatives.
	Ba1 Ba2 Ba3	Les obligations notées Ba sont jugées comme comportant des caractéristiques dignes de la catégorie spéculative et sont soumises à un risque de crédit important.
Catégorie spéculative		

¹³ Les coefficients 1,2 et 3 permettent de distinguer les différents niveaux de solvabilité au sein de chaque catégorie. **1** désigne une obligation qui se trouve tout en haut de sa catégorie, **2** correspond à une notation intermédiaire et **3** représente une obligation qui se situe tout en bas de sa catégorie (Gaillard, 2010, p. 28).

	B1 B2 B3	Les obligations notées B sont jugées comme présentant un caractère spéculatif et présentent un risque de crédit élevé.
	Caa1 Caa2 Caa3	Les obligations notées Caa affichent une mauvaise qualité de signature et présentant un risque de crédit très élevé.
	Ca	Les obligations notées Ca sont des titres à caractère hautement spéculatif et sont probablement en situation de (ou très proche du) défaut, tout en offrant un certain potentiel de récupération du principal et des intérêts.
	C	Les obligations notées C constituent la catégorie la plus basse des obligations notées et sont généralement en situation de défaut. Le potentiel de récupération du principal et des intérêts est limité.

Légende :  représente la notation la plus élevée.

 représente la plus faible notation.

Source : (Gaillard, 2010, p. 28).

Les notes de recouvrement

Comme indiqué précédemment, l'agence de rating Fitch assigne deux notations aux émetteurs en défaut RD ou D. En plus de ces deux notations, l'agence a donné naissance à un nouveau type de note, le taux de recouvrement (recovery ratings en anglais). Ce taux se consacre uniquement aux titres des institutions financières, entreprises et États notés B+ et en dessous. La principale caractéristique de cette notation est qu'elle évalue le taux de recouvrement de chaque titre dans l'hypothèse où surviendrait un défaut de l'émetteur.

Pour sa part, Fitch définit le taux de recouvrement de la façon suivante: « *The Recovery Rating scale is based upon the expected relative recovery characteristics of an obligation upon the curing of a default, emergence from insolvency, bankruptcy or following a liquidation or termination of the obligor or its associated collateral. As such, while the definitions cite rough percentage bands of recovery given default to illustrate relative orders of magnitude, it is an ordinal scale, and does not attempt to precisely predict a given level of recovery* » (Fitch, 2014, p.7).

Nous avons jugé utile de fournir le classement des 6 notes de recouvrement employées par Fitch. Elles sont classées de RR1 à RR6 :

« **RR1:** Outstanding recovery prospects given default

'RR1' rated securities have characteristics consistent with securities historically recovering 91%-100% of current principal and related interest.

RR2: Superior recovery prospects given default

'RR2' rated securities have characteristics consistent with securities historically recovering 71%-90% of current principal and related interest.

RR3: Good recovery prospects given default

'RR3' rated securities have characteristics consistent with securities historically recovering 51%-70% of current principal and related interest.

RR4: Average recovery prospects given default

'RR4' rated securities have characteristics consistent with securities historically recovering 31%-50% of current principal and related interest.

RR5: Below average recovery prospects given default

'RR5' rated securities have characteristics consistent with securities historically recovering 11%-30% of current principal and related interest.

RR6: Poor recovery prospects given default

'RR6' rated securities have characteristics consistent with securities historically recovering 0%-10% of current principal and related interest » (Fitch, 2014, p.21).

Différents critères servent à déterminer les notes de recouvrement. Ces critères varient selon qu'il s'agisse de la notation souveraine ou de la notation des entreprises et des institutions financières. En premier lieu, les critères pris en compte sont « *la part de la dette étrangère dans la dette publique locale, part de la dette obligataire détenue par des institutions financières internationales, soutenabilité de la dette, importance du secteur financier, volonté à payer, ouverture internationale, revenu par habitant, pratiques passées en matière de rééchelonnement de la dette* » (Gaillard, 2010, p.31).

En deuxième lieu, les notes de recouvrement sont très dépendantes du secteur d'activité et de la capacité des entreprises ou des banques à résister en cas de retournement du cycle des affaires. Le tableau 8 nous montre que les secteurs de l'agroalimentaire et de l'aérospatial présentent les perspectives de recouvrement les plus élevées, avec 75% des entreprises notées RR1 ou RR2. A contrario, pour les institutions financières le taux de recouvrement est très faible, avec 100% des entités notées RR6.

Tableau 8 : Estimation des taux de recouvrement par secteur d'activité

Secteur d'activité	RR1	RR2	RR3	RR4	RR5	RR6
Aérospatial et défense	50%	25%	-	-	17%	8%
Agroalimentaire	50%	25%	-	-	25%	-
Assurance	-	-	-	100%	-	-
Chimie	45%	9%	14%	14%	5%	14%
Construction automobile	46%	-	8%	31%	8%	8%
Énergie	37%	11%	11%	11%	17%	11%
Immobilier	-	-	67%	-	-	33%
Institutions financières	-	-	-	-	-	100%
Loisirs	33%	-	-	33%	-	33%
Médias	26%	14%	-	7%	4%	56%
Papeterie	11%	11%	11%	44%	11%	11%
Santé	29%	14%	-	29%	14%	14%
Services à l'environnement	17%	-	33%	17%	-	33%
Technologies	27%	13%	-	27%	27%	7%
Télécommunications	45%	10%	3%	16%	12%	13%
Transport aérien	50%	-	-	-	-	50%

Source : (Gaillard, 2010, p.32).

En conclusion, nous pouvons souligner que la note de recouvrement influence la note en échelle globale de chaque obligation, car elle évalue le pourcentage qu'un investisseur récupérera si un défaut de l'émetteur apparaît. Ces deux notes sont donc étroitement liées. Par la suite, S&P et Moody's ont également opté pour ces notes de recouvrement. L'échelle de Moody's est équivalente à celle de Fitch, tandis que S&P possède une septième catégorie, pour les titres offrant une espérance de recouvrement de 100%.

Section 2 : Principaux concepts de notation

La perspective de notation (outlook)

Comme nous l'avons mentionné dans l'introduction générale, la perspective de notation (outlook en anglais) désigne la transformation probable de la note dans un horizon de temps compris entre un à deux ans. L'outlook a la possibilité d'être **stable**, **positive** ou **négative**. Les premières perspectives de notation trouvent leurs origines dans les manuels de Fitch en 1936. Celles-ci apparaissent devant la note sous deux formes différentes, soit ce sont de petites flèches ascendantes, soit ce sont de petites flèches descendantes. L'absence de signe devant la note veut dire que l'outlook est stable.

Au même moment, les trois autres agences concurrentes semblent délaisser ce concept. Nous devons attendre jusque dans les années 1980, pour le voir renaître. En effet, S&P renoue avec la pratique des perspectives de notation avant de voir les deux autres agences suivre le mouvement. De nos jours, il convient de souligner qu'une perspective positive (négative) n'entraîne pas à coup sûr une augmentation (diminution) de la note. Effectivement, un outlook positif (négatif) peut aboutir à une diminution (augmentation) de note. Prenons comme exemple le cas du Malawi, qui en 2005 a vu Fitch diminuer sa note d'un cran passant de CCC+ à CCC alors que l'outlook était positif (Gaillard, 2010, pp. 33-34).

Les notes à court terme

Les notations à court terme sont des opinions qui déterminent la capacité à respecter un engagement financier à court terme. En règle générale, ces notes sont assignées aux émetteurs et aux instruments de dette à court terme. Dans ce sens, les trois agences placent ses notations dans différentes catégories comme nous pouvons le constater dans le tableau 9. Dans le cas de la notation à court terme un signe (+) assigné à certaines obligations indique que la capacité du débiteur à respecter ses engagements financiers est extrêmement forte (S&P, n.d).

Tableau 9: Notation à court terme de Fitch, S&P et Moody's

	Fitch	S&P	Moody's
Catégorie investissement	F1+	A-1+	P-1
	F1	A-1	P-2
	F2	A-2	P-3
	F3	A-3	
Catégorie spéculative	B	B-1	NP *
	C	B-2	
		B-3	
		C	
		SD	
Défaut de paiement	D	D	/

* NP : Not prime, pour l'ensemble des titres et émetteurs de la catégorie spéculative

Source: (Fitch, S&P, Moody's, n.d).

La mise sous surveillance

D'après Gaillard (2010), la mise sous surveillance (creditwatch dans le jargon de S&P, rating watch pour Fitch et Watchlist chez Moody's), est un concept qui date d'une vingtaine d'années. Celui-ci a pour but d'informer les investisseurs sur une grande probabilité de changement de notation à très court terme. La mise sous surveillance peut être évolutive, positive ou négative. À la différence des perspectives de notation décrites précédemment, les mises sous surveillance sont des indicateurs éphémères. Moody's a réalisé une étude sur l'ensemble des ratings mis sous surveillance entre octobre 1991 et juin 1998. Le tableau 10 indique qu'en moyenne la durée d'une watchlist est de 108 jours.

Tableau 10 : Ensemble des ratings mis sous surveillance entre octobre 1991 et juin 1998, étude réalisée par Moody's

Watchlist Durations

	10th Percentile	Median	Mean	90th Percentile
All Watchlist	22	91	108	204
Review for upgrade	21	93	115	218
Review for Downgrade	22	85	103	95
Direction Uncertain	36	92	133	260

Source : (Keenan, 1998, p.5).

Les notes sur échelles nationales

Les notations sur échelle nationale sont des évaluations de la qualité de crédit des titres de dette et des émetteurs dans un pays donné. La création de ces notations remonte à 1999 pour Moody's et date des années 2000 pour Fitch et S&P. L'échelle de notation globale ne concourrait plus à différencier de façon adéquate la solvabilité des émetteurs d'un même pays. C'est la raison pour laquelle les notes à échelle nationale ont vu le jour. Nous prenons le soin de signaler que ces ratings ne sont pas comparables d'un pays à l'autre. Cette pratique conduira à une nouveauté : les trois agences vont récupérer leur échelle globale de notation en y ajoutant un préfixe ou un suffixe en référence au pays concerné.

Le tableau 11 qui suit va nous permettre de saisir pleinement les avantages que la notation à échelle nationale peut offrir. Cette méthode permet de trouver plus facilement les émetteurs les plus solvables dans un pays donné comme dans le cas du Mexique par exemple. Ce type de notation nous donne l'occasion de faire la différence entre des émetteurs qui ont la même notation sur échelle globale, mais qui ont une notation différente sur échelle nationale. L'analyse du cas de Pemex et de l'État de Querétaro permet de bien voir la différence (Gaillard, 2010, pp. 35-36).

Tableau 11: Notes sur échelle globale et nationale attribuée par Moody's à un échantillon d'émetteurs mexicains

Émetteur	Notation – échelle globale	Notation – échelle nationale
Pemex	Baa1	Aaa.mx
État de Querétaro	Baa1	Aa1.mx
Municipalité de Leon	Baa3	Aa3.mx
État de Sinaloa	Ba2	A2.mx
Aguas del Municipio de Durango	B1	Baa2.mx
Desarrolladora Metropolitana	B2	Ba1.mx

Source : (Gaillard, 2010, p.35).

Le plafond pays

D'après Gaillard (2010), le plafond pays représente la note maximale en monnaie étrangère qu'un emprunteur est théoriquement à même de recevoir. Le risque est que le gouvernement compromette le service de la dette d'un émetteur domestique en décidant un moratoire¹⁴ sur la dette. Ce plafond n'est pas incorporé dans les méthodologies de toutes les agences.

Par ailleurs, les notions de plafond pays et de plafond souverain ont souvent été confondues. Au début des années 2000, la notion de plafond souverain signifie que la note en monnaie étrangère d'une entité ou d'un titre ne peut pas être supérieure à la notation en monnaie étrangère allouée à l'État dans lequel l'émetteur est domicilié. Cependant, des exceptions à cette règle existaient.

Effectivement, certains émetteurs et émissions sont capables de dépasser le plafond souverain. Ainsi pour S&P, les émetteurs capables d'obtenir une meilleure note que leur souverain sont : *« des instruments de dette de type financement structuré, des prêts octroyés par des institutions financières internationales (Fonds monétaire international, Banque interaméricaine pour le développement, International Finance Corporation), des firmes multinationales (par exemple Nestlé), des filiales de firmes multinationales dans des États*

¹⁴ Décision prise par un créancier ou un tribunal accordant un délai à un débiteur pour assurer le règlement d'une dette ; le moratoire est accompagné d'une suspension des poursuites éventuellement déjà engagées. <http://www.banque-info.com/lexique-bancaire/m/moratoire> (Consulté le 28/04/2015).

émergents ou en développement, des entreprises domiciliées dans des centres financiers offshore » (Gaillard, 2010, p.37).

Par la suite, Moody's et Fitch abandonnent la notion de plafond souverain pour faire place au concept de plafond pays. Pour sa part, S&P n'attribue pas ce type de notation. Par contre, elle émet des ratings qui ont pour fonction de caractériser le risque de convertibilité et de transfert pour les états émergents et en voie de développement.

Section 3 : Mode d'attribution et de retrait d'une notation

Au cours du temps, les modalités d'attribution des notations ont énormément changé. Ainsi, jusqu'au début des années 1970, l'ancienne pratique de notation attribuait des notes sans l'accord des émetteurs. Les agences collectaient les informations en utilisant différents canaux tels que les institutions financières, les ambassades américaines, etc. La notation sauvage est une autre dénomination pour l'utilisation de cette méthode. Deux raisons principales sont à l'origine du délaissement de cette pratique.

D'une part, comme nous l'avons souligné auparavant, les ventes de manuels qui étaient la source principale de revenus des agences, se voient menacées par les progrès de technologie de la photocopieuse permettant d'intensifier la distribution d'information. D'autre part, le nombre de faillites d'entreprises américaines augmente considérablement à cause de la récession économique américaine de 1970. Ainsi, plusieurs entreprises éprouvent des complications à émettre sur les marchés de capitaux. L'apparition de ces événements a poussé les entreprises à faire appel aux agences dans le but d'obtenir un rating. Le système de facturation pour l'attribution d'une notation est ainsi né.

Le procédé de notation

Nous avons vu dans le graphe 1 du présent mémoire qu'en premier lieu une entité privée ou publique entre en contact avec une agence de notation. Ensuite, l'un des hauts responsables du secteur concerné au cœur de l'agence nomme un analyste leader. Ce dernier a pour mission de rassembler toutes les informations nécessaires. La collecte d'informations sert à mesurer le risque de crédit de l'émetteur (Due diligence). Il convient de signaler que la méthode de notation d'entreprise diffère de celle de la notation souveraine.

Pour la première, la plupart du temps, l'analyste s'entretient avec le management de la société qu'il note. Pour la deuxième, il se rend dans le pays concerné et réalise des entretiens, selon les cas, avec le ministre de l'Économie, le chef du gouvernement, des fonctionnaires haut placés, etc.

À la suite de ces entretiens, un comité de notation constitué essentiellement de l'analyste leader et d'autres analystes du secteur prendra le soin d'examiner ses recherches.

L'aboutissement de l'analyse mène à un vote pour l'attribution d'une note. Deux remarques sont à prendre en compte dans le processus de notation. Tout d'abord, il convient de signaler que l'agence peut prendre la décision de ne pas attribuer de note à l'émetteur si elle estime que les informations reçues sont insuffisantes.

Le comité de notation informe l'émetteur de sa décision. En cas de désaccord sur la note qu'il reçoit, celui-ci a le droit de faire appel et de fournir de nouvelles informations, dans ce cas, le comité se réunit à nouveau pour débattre. Enfin, la dernière étape du processus de notation est la communication de la note attribuée par voie de presse et communiqué officiel. En moyenne, le procédé de notation standard prend de quatre à six semaines, *« une fois le rating officialisé, l'analyste leader suit l'évolution économique, financière et politique des entités qu'il supervise. Si des événements susceptibles de modifier substantiellement le risque de crédit d'un émetteur surviennent, l'analyste peut convoquer un comité de notation extraordinaire afin de modifier la note en conséquence. En règle générale, les notations sont révisées une fois par an »* (Gaillard, 2010, p.41).

Le retrait d'une note

Plusieurs raisons peuvent être à l'origine du retrait d'une note. Tout d'abord, le manque d'informations vis-à-vis de l'émetteur peut faire que l'agence renonce à continuer son analyse. Ce manque d'informations peut provenir d'un manque de coopération de la part de l'émetteur ou bien de facteurs économiques ou politiques qui empêche l'agence de saisir correctement le risque de crédit. Ensuite, le retrait peut voir le jour lorsqu'un titre obligataire arrive à échéance et rend par conséquent la note inutile. Au même titre, lorsque l'emprunteur estime que sa notation est trop faible ou inutile, il peut couper court aux relations commerciales qu'il entretient avec l'agence. Enfin, le retrait peut être dû à la disparition de l'émetteur. Cette disparition est dans la plupart des cas une liquidation judiciaire ou une absorption par une autre entreprise (Gaillard, 2010, pp.41-42).

Conclusion

Dans cette partie, nous avons commencé par nous familiariser avec la signification des échelles de notation et comprendre le classement des différentes catégories. Nous avons terminé cette partie en décrivant de manière détaillée les principaux concepts de notation. Dans le chapitre suivant, nous rentrerons dans le vif du sujet en exposant les événements qui ont mené à la crise financière et le rôle que les trois principales agences de notation ont joué dans celle-ci.

Chapitre 4 : La crise des subprimes

Introduction

Il est bon de souligner que peu de temps avant la crise financière les marchés n'annonçaient pas de ralentissement mondial. Pourtant, en août 2007 la crise des subprimes se déclenche aux États-Unis et laissera la place à une crise financière mondiale d'ampleur dévastatrice. Nous nous appliquerons à décrire les causes de la crise et les implications des trois principales agences de notation dans celle-ci.

Section I : Origine de la crise

À titre d'introduction du présent chapitre, voici le discours de Sir Josiah Stamp, directeur de la banque d'Angleterre de 1928 à 1941, « *Le système bancaire moderne fabrique de l'argent à partir de rien. Ce processus est peut-être le tour de dextérité le plus étonnant qui fut jamais inventé. La banque fut conçue dans l'iniquité et est née dans le péché. Les banquiers possèdent la Terre. Prenez la leur, mais laissez-leur le pouvoir de créer l'argent et, en un tour de mains, ils créeront assez d'argent pour la racheter. Ôtez-leur ce pouvoir, et toutes les grandes fortunes comme la mienne disparaîtront et ce serait bénéfique, car nous aurions alors un monde meilleur et plus heureux. Mais, si vous voulez continuer à être les esclaves des banques et à payer le prix de votre propre esclavage laissez donc les banquiers continuer à créer l'argent et à contrôler les crédits* » (Biosphèrepourdemain, n.d). Ce discours semble être une prémonition. Il serait intéressant pour nous de le soumettre à de nombreux investisseurs pour qu'il déclenche chez eux un sentiment de révolte qui ouvrira la porte à de nouvelles alternatives économiques.

Peu de temps avant la crise financière qui s'est déclenchée en août 2007, les marchés n'annonçaient pas de ralentissement mondial. Le risque de décroissance américaine était bien signalé par les marchés, mais très peu d'acteurs économiques envisageaient que celle-ci se propagerait dans le reste du monde.

Voici un exemple de cette naïveté dans un discours des experts du FMI datant d'avril 2007 : *« en dépit de la volatilité récente sur les marchés financiers, la croissance mondiale devrait rester vigoureuse en 2007 et en 2008 (...). Globalement, les perspectives semblent moins menacées qu'il y a six mois, mais elles ont encore plus de chances d'être révisées à la baisse qu'à la hausse, les risques financiers étant de plus en plus préoccupants. Les sources d'incertitude sont les suivantes : un ralentissement plus brutal aux États-Unis si le secteur du logement continue de se détériorer ; un abandon des actifs à risque si la volatilité sur les marchés financiers, aujourd'hui faible par rapport au passé, augmente ; un regain de tensions inflationnistes alors que les écarts de production continuent de diminuer, surtout en cas de nouvelle montée des cours du pétrole ; et le risque peu probable, mais très coûteux d'une résorption désordonnée des déséquilibres élevés de l'économie mondiale »* (Artus et al, 2008, p. 11) .

La crise financière de 2007-2008 commence aux États-Unis, avant de se répandre dans le reste du monde. Les déséquilibres qui ont mené à la crise des subprimes ne se sont pas déroulés de manière linéaire et unidirectionnelle, mais sont plutôt une combinaison de plusieurs éléments. C'est la plus grande récession¹⁵ économique depuis la crise économique de 1929. Les conséquences sont désastreuses, des millions d'Américains perdent leur travail. Ceux-ci se retrouvent dépourvus de revenus du jour au lendemain et ne savent plus joindre les deux bouts pour le remboursement de leurs prêts. En conséquence, des millions d'entre eux se retrouvent dépossédés de leur maison (The financial crisis inquiry report, 2011, p.15).

En effet, il y a une augmentation du taux de saisies hypothécaire tant bien aux États-Unis qu'en Europe et dans d'autres parties du monde. Ainsi selon Sorbe (2009), ce taux de saisies est lié à des accidents d'ordres économiques tels que la perte d'emploi, la baisse de revenu et l'augmentation des remboursements des ménages.

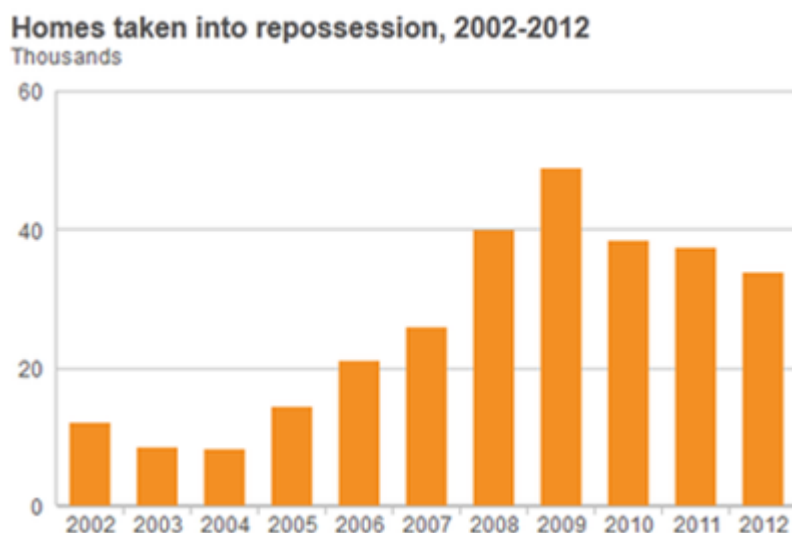
¹⁵ Le terme de récession désigne une conjoncture économique caractérisée par une phase de ralentissement de l'activité économique qui fait suite à une phase d'expansion. La récession se traduit le plus souvent par une simple inflexion de la croissance économique. <http://www.trader-finance.fr/lexique-finance/definition-lettre-R/Recession.html> (Consulté le 12/04/2015).

En 1802, il y a plus de 200 ans, le troisième président des États-Unis Thomas Jefferson (1743-1826), sonne déjà le signal d'alarme en déclarant : « *Je pense que les institutions bancaires sont plus dangereuses pour nos libertés que des armées entières prêtes au combat. Si le peuple américain permet un jour que des banques privées contrôlent leur monnaie, les banques et toutes les institutions qui fleuriront autour des banques priveront les gens de toute possession, d'abord par l'inflation, ensuite par la récession, jusqu'au jour où leurs enfants se réveilleront, sans maison et sans toit, sur la terre que leurs parents ont conquise* » (Biosphèrepourdemain, n.d).

Comme nous pouvons le voir dans le graphique 3, de 2002 à 2004, le nombre de saisies est relativement faible. Ensuite, il subit une nette croissance de 2005 à 2009, avant de se contracter les années qui suivent.

En effet, de 2006 à 2007, l'augmentation est d'à peu près 19,05 % passant de 21 000 à 25 000 saisies. De 2007 à 2008, temps fort de la crise financière, le nombre de saisies augmentera de près de 60 %.

Graph 3 : Nombre de saisies hypothécaires annuelles au Royaume-Uni de 2002 à 2012



Source : <http://www.bbc.com/news/business-21456509> (Consulté le 14/03/2015).

Section II : La racine de la crise

La titrisation

Traditionnellement, les banques financent les prêts hypothécaires par l'utilisation des dépôts d'argent de ses comptes clients. Cette méthode permet de limiter la quantité de prêts hypothécaires qu'elles peuvent accorder. La personne effectuant l'emprunt rembourse le prêt tout au long de la vie du produit. Généralement, c'est un montant constant à payer (intérêt + partie du capital), mensuellement ou annuellement. (Van Oppens, 2012, p.31).

À l'inverse, le nouveau modèle de prêts mis en place par les banques, appelé en langage financier la **titrisation**, fonctionne d'une autre manière. Assurément, cette technique financière permet de modifier des prêts bancaires généralement illiquides, en titres facilement négociables sur les marchés.

La plupart du temps, la banque transmet les prêts à une entité ad hoc¹⁶ (Special Purpose Vehicle en anglais) qui se finance en émettant des titres sur les marchés. Lors de cette transformation, les caractéristiques des titres diffusés diffèrent de ceux des actifs sous-jacents, notamment par rapport à la sensibilité aux risques (Artus et al, 2008, p. 11).

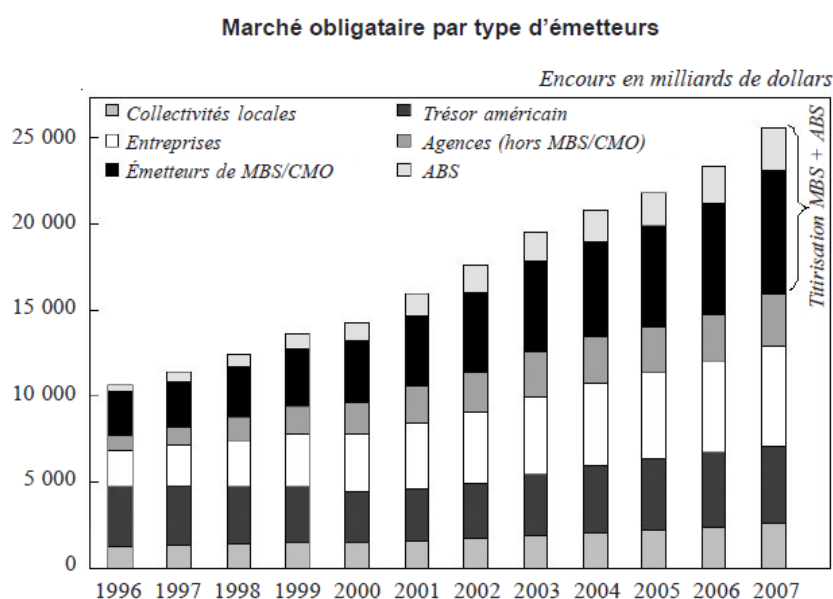
Ces titres sont segmentés en tranche, en fonction de leur risque et de leur rendement, c'est ce qu'on appelle le processus de structuration. Pour ce type de produits, les agences entrent en scène dès le stade de la structuration. La notation des produits structurés a donc toute son importance. Effectivement, cette notation fournit des renseignements essentiels pour des investisseurs qui sont étrangers à ces termes financiers. De plus, de nombreux pays exigent que les produits structurés soient d'abord notés par les agences de notation avant d'être émis sur le marché. Nous examinerons dans la suite de ce chapitre, l'impact des produits structurés dans la crise des subprimes (Gaillard, 2010, p. 78).

¹⁶ Entité ad hoc : Société créée dans un but bien précis et qui n'existe que tant que ce but soit réalisé. http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_entite-ad-hoc.html (Consulté le 02/04/2015).

La titrisation n'est pas une nouvelle opération financière. En effet, elle trouve son origine aux États-Unis dans les années 70. Initialement, elle se concentre principalement sur les prêts hypothécaires.

Ce qu'il y a de nouveau dans la titrisation c'est qu'elle s'est effectuée sur de nouveaux types de crédits tels que les ABS¹⁷, les CDO¹⁸, etc. Le graphique 4, nous montre l'évolution du marché obligataire aux États-Unis par type d'émetteurs. Nous pouvons constater qu'à dater de l'année 2000 et jusqu'en 2007, il y a une nette augmentation des titres MBS et ABS dans le marché obligataire.

Graph 4 : Évolution du marché obligataire aux États-Unis par type d'émetteurs de 1996 à 2007



Source : (Artus et al, 2008, p.38).

¹⁷ Asset- Backed Securities. Ce sont des titres représentatifs d'un portefeuille d'actifs financiers hors prêts hypothécaire. (Artus et al, 2008, p.37).

¹⁸ Collateralised debt obligations. Ce sont des titres représentatifs de portefeuilles composés de créances bancaires et/ou d'instruments financiers négociables et/ou de dérivés de crédit. (Artus et al, 2008, p.37).

Selon Aglietta (2008), *« ce changement est essentiellement le résultat de l'arbitrage réglementaire effectué par les banques : elles ont trouvé dans la titrisation le moyen d'échapper au cadre réglementaire imposé sur les actifs à leur bilan. Le résultat de ce changement sans aucune précaution prudentielle a été une expansion de la capacité d'offre de crédit combinée à une sous-évaluation massive du risque »*.

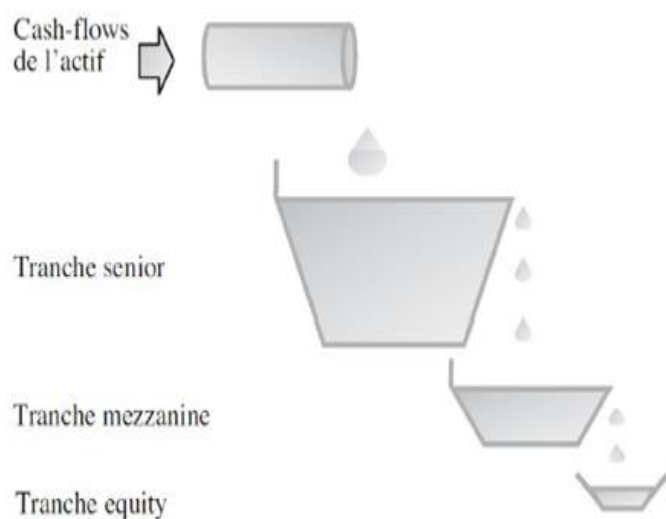
Une fois que les prêts sont transformés, ils sont segmentés dans trois tranches principales. Premièrement, nous avons la tranche senior, c'est la moins risquée des tranches et celle qui offre la plus petite rentabilité. Généralement, cette tranche est notée AAA par les agences de notation. En cas de défaut, les tranches les plus basses vont être pénalisées en premier. Ensuite, nous avons la tranche dite mezzanine, elle comprend plus de risque que la tranche précédente, mais permet d'avoir une meilleure rentabilité.

En dernier lieu, nous avons la tranche equity, celle-ci est la plus risquée et la plus exposée d'entre elles.

Par ailleurs, c'est celle qui permet d'avoir la plus grande rentabilité. En ce qui concerne la rémunération des différentes tranches, elle fonctionne selon le système de fontaine (waterfall principle¹⁹).

¹⁹ The waterfall determines which investor in a commercial Mortgage Backed Security Gets Paid First. (Van oppens, 2012, p.25).

Graphe 5: The waterfall principle (effet fontaine)



Source: (Van Oppens, 2012, p. 25).

Le mécanisme de titrisation a été renforcé par des sociétés d'assurances spécialisées qui accordent des garanties, mais aussi par des banques qui octroient des assurances de liquidité. En effet, en cas d'assèchement du marché, les garanties bancaires sont présentes afin de garantir la liquidité des entreprises avec lesquelles ces banques sont en relation. Ainsi, un défaut induit un engagement de la banque (Artus et al, 2008, p. 41).

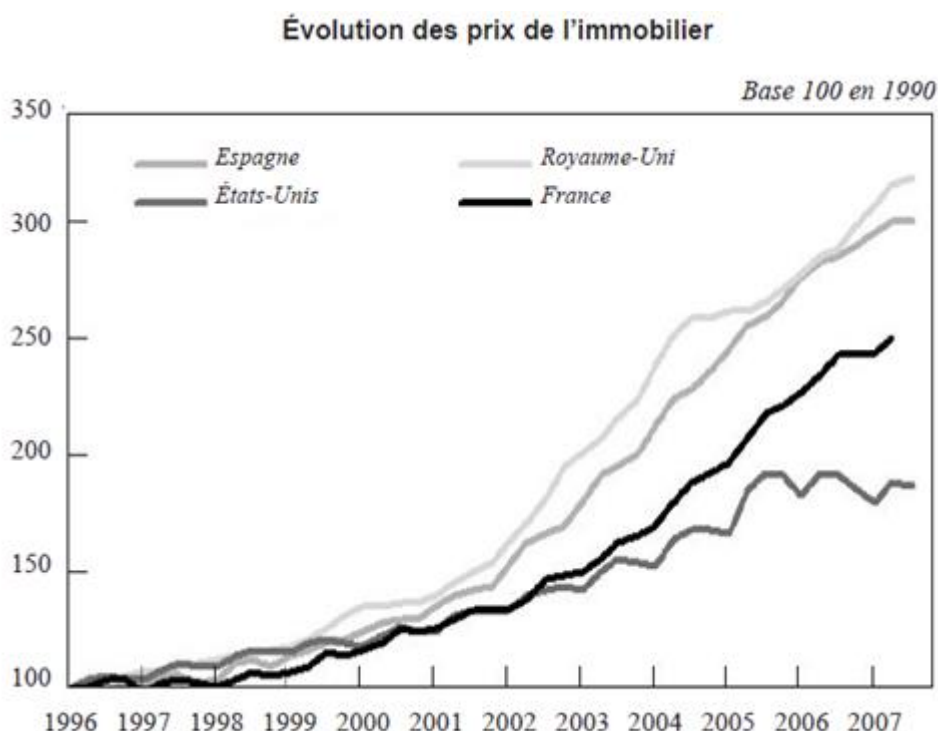
En fin de compte, nous pouvons dire que la titrisation a pris une part active dans la crise des subprimes. Effectivement, des acteurs économiques tels que des banques d'investissement et des fonds de pension ont utilisé cette opération financière de manière excessive pour investir dans des produits complexes afin de répondre aux exigences de rentabilité du marché. Assurément, ce type de produits rapportaient beaucoup d'argent, mais comportaient également beaucoup de risques.

Section II : Les raisons de la crise

La montée du prix des actifs

Selon Baugnet et al ; (2011), le milieu des années 90, marque le dynamisme des marchés immobiliers et permet une croissance économique soutenue dans la plupart des économies avancées. L'augmentation de la demande de logements et la hausse des prix de l'immobilier peuvent s'expliquer par des éléments tels que les innovations financières, la flexibilité des conditions de crédits, l'évolution démographique, etc. Dans le même temps, le taux d'endettement des ménages dans certains de ces pays évolue de manière considérable. Ces augmentations fragilisent les ménages en cas de chocs économiques négatifs, comme celui de la récente récession économique. En effet, beaucoup de ces ménages sont dans des situations de surendettement et sont par conséquent déjà à la limite pour rembourser leurs prêts. Dès lors, une augmentation de taux d'intérêt peut être considérée comme l'élément déclencheur de leur chute. D'ailleurs, les chocs de la bulle internet et du 11 septembre s'étant atténués, la Banque centrale américaine qui a le pouvoir d'influencer le taux d'intérêt à la hausse ou à la baisse va mener une politique d'augmentation de taux d'intérêt de 2004 à 2006 ce qui rendra des foyers américains non solvables comme nous l'avons mentionné précédemment. Le graphique 6 indique l'évolution du prix de l'immobilier de 1996 à 2007 en Espagne, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France.

Graph 6 : Évolution des prix de l'immobilier de 1996 à 2007

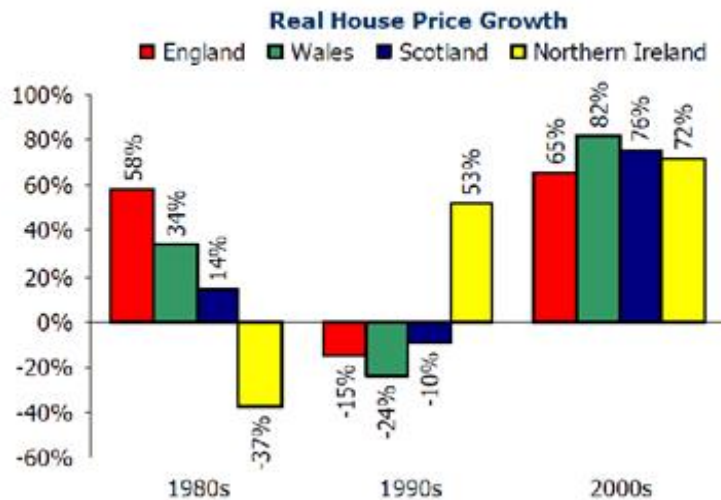


Source : (Artus et al, 2008, p.24).

Afin de confirmer la tendance du graphique 6, nous ajoutons le graphique 7, celui-ci est spécifique au cas du Royaume-Uni. Il nous montre la croissance du prix réel de l'immobilier dans trois périodes différentes, les années 80,90 et 2000.

Comme nous pouvons le remarquer sur le graphique, des années 80 à 90, il y a une diminution du prix réel de l'immobilier pour 3 des nations à l'exception de l'Irlande du Nord. Diminution qui peut être expliquée par la variation du taux d'intérêt à ce moment. Effectivement, la variation est plus élevée au début des années 90. Ensuite, des années 90 à 2000, il y a une explosion du prix des maisons. De manière assez significative, trois d'entre elles passent d'une valeur négative à une valeur positive. Nous attirons l'attention sur le fait que la valeur de l'Irlande du Nord fait office d'exception car c'est la seule nation avec une valeur positive dans les années 90. Pour l'Angleterre, nous passons de -15 % à 65 % soit une augmentation de près de 80%. Au même titre, la croissance du prix des maisons augmente également fortement pour l'Écosse et le Pays de Galles.

Graphe 7 : Croissance du prix réel de l'immobilier au Royaume-Uni dans les années 80, 90 et 2000



Source : <http://www.nationwide.co.uk/~media/MainSite/documents/about/house-price-index/q4-2009.pdf> (Consulté le 23/03/2015).

Utilisation excessive des produits complexes

L'une des sources de la crise est l'évolution de la sophistication financière qui permet d'utiliser des titres de plus en plus complexes qui n'étaient pas toujours compris par ceux qui les détenaient. Par ailleurs, un grand nombre d'acteurs engagés dans le processus de titrisation dépendait du maintien permanent de liquidité de marché pour se financer.

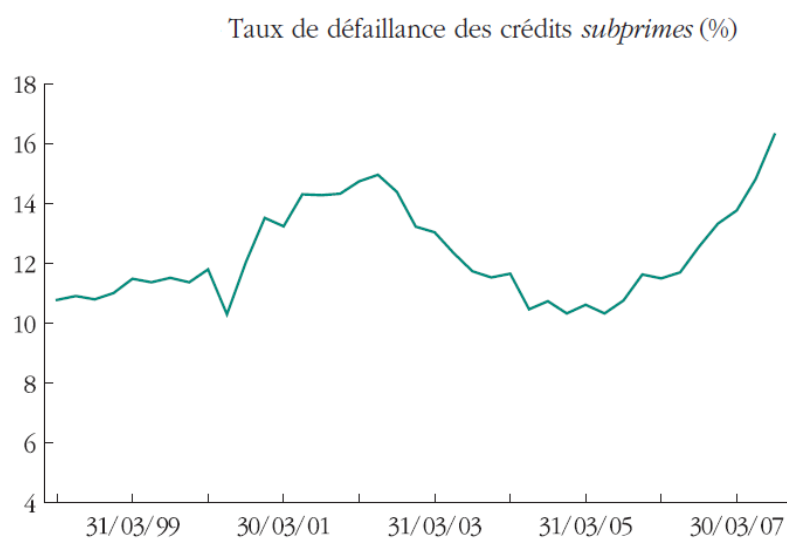
Selon Skreta et Veldkamp (2009), le caractère complexe des actifs servant de collatéraux aux produits structurés, a encouragé un nombre important d'émetteurs et les agences de notation à pratiquer du rating shopping.

En outre, ces émetteurs décident de faire noter leurs ABS (asset-backed securities), CDO (collateralised debt obligations), RMBS²⁰ (residential mortgage-backed securities) et autres produits complexes par l'agence de notation qui propose la note la plus élevée. De même comme nous le verrons par la suite dans la partie spécifique au rôle que les agences de notation ont joué dans la crise.

On leur reproche donc d'avoir accordé des notes plus élevées qu'il ne fallait à certains investisseurs, de peur de voir le client aller se faire noter par un autre concurrent. L'utilisation des produits structurés a engendré un abaissement de l'aversion au risque de la part des bailleurs de fonds.

Beaucoup de ces produits complexes notés aux préalables par les agences de notation étaient de mauvaises qualités, la conséquence est que cette marée de mauvais crédits a provoqué une hausse des taux de défaut.

Graph 8 : Taux de défaillance des crédits subprimes en % entre 1999 et 2007



Source : (Aglietta, 2008, p.1).

²⁰ Les RMBS sont adossés aux crédits hypothécaires résidentiels (Gaillard, 2010, p.77).

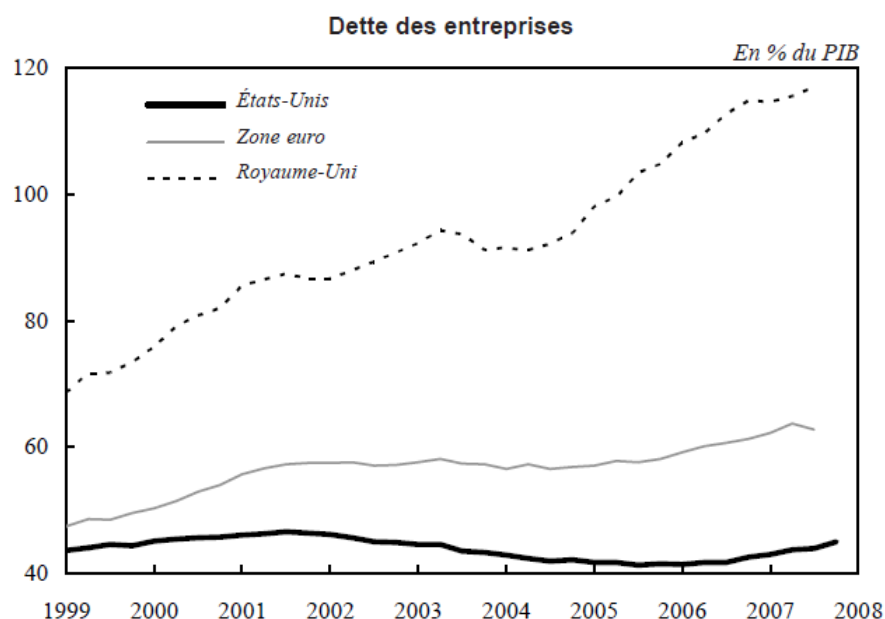
Utilisation abusive de l'effet levier

L'effet de levier est une technique qui recourt à l'endettement pour accroître sa capacité d'investissement. Cet effet levier a tendance à être procyclique et a pour effet d'accentuer les chocs supportés par le système financier. Les intermédiaires financiers tentent d'aligner leur bilan de façon à ce que le levier soit conséquent en périodes de croissances et relativement faible en période de récession. En outre, lorsque la rentabilité financière est impactée de façon positive, l'effet de levier est alors positif, c'est-à-dire que la profitabilité économique est supérieure au coût de l'endettement. Ceci a incité beaucoup d'acteurs économiques à l'utiliser à excès. A contrario, lorsqu'il agit dans l'autre sens, un effet de massue ou un effet de boomerang peut s'observer comme lors de la crise financière.

L'effet de levier agit donc dans les deux sens, d'une part, il permet aux actionnaires d'obtenir des rentabilités financières élevées. D'autre part, il peut provoquer un effet boomerang très violent surtout si le levier utilisé est élevé (Banque de France, 2008, pp. 7,14).

La diminution des primes de risques et des taux d'intérêt ont favorisé les opérations à fort effet de levier avant la crise. En Europe, comme nous le montre le graphique ci- après, il y a une hausse du levier des entreprises due à la hausse de l'endettement.

Graph 9 : Dettes des entreprises en % du PIB aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, de 1999 à 2008



Source : (Artus et al, 2008, p.23).

Les Hedge Funds

Selon Aglietta et Rigot (2009), les hedge funds sont des composants du système bancaire qui ont mené à la crise financière. Ils ont joué un rôle important quant à la propagation du risque systémique, notamment, dû au sous-évaluation du risque qu'ils représentaient. Les hedge funds ont des leviers d'endettement démesuré, de plus, les opérations qu'ils effectuent ne sont pas transparentes. Ceux-ci offrent des chimères de succès sans risque et incitent à la déviance. D'après ces deux auteurs, les hedge funds ont contribué à l'augmentation de l'asymétrie de l'information. En effet, le cadre réglementaire de ce secteur était trop allégé, ils avaient une trop grande liberté d'action.

Les hedge funds, ont été pris dans le *deleveraging*²¹ généralisé qui est un des éléments les plus importants de la crise financière. Ils se sont retrouvés coincés entre les appels de marges de leurs prime brokers²² et les retraits de participations des investisseurs.

L'effet boomerang a forcé l'industrie des hedge funds à vendre à la hâte des obligations et des contrats à terme de matières premières. Cela a engendré de lourdes pertes, non seulement dans ce secteur, mais a aussi contribué à généraliser la crise dans le monde (Aglietta et Rigot, 2009, p.696).

Section III : Le rôle des agences de notation dans la crise

Les agences de notation tentent de minimiser leurs responsabilités dans la crise financière. Elles signalent que leurs notations n'ont pas pour prétention de correspondre à un taux de défaut absolu et qu'elles n'ont pas été conçues à des fins d'utilisation réglementaire. Or le rôle qu'elles ont joué dans la crise des subprimes est primordial. Nous parlerons des éléments essentiels qui les mettent en cause dans la formation de la récession économique du XXI^e siècle, à savoir : l'instabilité des notes, le manque de considération du risque de liquidité²³, l'insuffisance de transparence des méthodes et modèles utilisés, ainsi que l'incapacité à évaluer de manière efficace les produits structurés (Artus et al, 2008, p.201).

Les agences ont aggravé et accéléré la crise financière en abaissant un nombre relativement important de notes. L'effet de cet abaissement fut dévastateur, il a concouru à rajouter de la volatilité sur le marché. Effectivement, les dégradations de note ont conduit à une réduction des cours, car l'annonce de ces mauvaises nouvelles a augmenté l'aversion au risque des investisseurs. Ceux-ci sont dans le doute et se posent de plus en plus de questions par rapport à la crédibilité des notes fournies par ces agences. Cela mène à la déstabilisation des marchés financiers.

²¹ En pratique, une entreprise utilise le deleverage lorsqu'elle diminue sa dette (baisse du crédit, remboursement forcé...) afin de réduire son risque d'insolvabilité. (Andill (n.d). *Qu'est ce que le Deleverage ?* <http://www.andill.com/definition-de-deleverage-135071.html> (Consulté le 02/05/2015).

²² C'est dans la pratique une banque qui propose des services spécifiques aux hedge funds afin de leur permettre de mieux exercer leur activité. http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_prime-broker.html (Consulté le 02/05/2015).

²³ Voir annexe V.

Les investisseurs se demandent s'ils peuvent encore se fier à ces notes et si les méthodes utilisées par les agences de notation pour mesurer le risque sont toujours correctes. Le manque de réaction et les erreurs commises pour mesurer le risque ont fortement diminué la crédibilité des agences de notation par rapport au manque d'anticipation de la crise des subprimes.

Une des critiques adressées aux agences de notation est leur échec face à la notation des produits structurés. Selon Delpla (2012), « *la crise des subprimes de 2007- 2008 a représenté un Fukushima pour les agences de notation* ». La notation des produits structurés a pris de plus en plus de poids dans l'activité de Standard and Poor's et Moody's entre 2004 et 2007. Dans ce sens, deux produits ont rencontré un succès important, il s'agit des titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels (RMBS en anglais) et les obligations avec dette collatérale (CDO en anglais).

Durant cet intervalle de temps, Moody's a noté 4000 RMBS et 870 CDO adossés à des crédits hypothécaires, pendant que Standard and Poor's notait plus de 5500 RMBS et 835 CDO.

En 2007, environ la moitié du chiffre d'affaires de S&P dans son activité de notation émanait de la notation de produits structurés (Espagnac et De Montesquiou, 2012, pp. 103- 104).

D'après Espagnac et Montesquiou (2012), le rôle qu'ont joué les agences de notation dans la crise des subprimes concerne en grande partie la mauvaise gestion des produits structurés. Effectivement, celles-ci classaient une majorité de ces titres dans la catégorie « investissement » alors que la plupart de ces actifs étaient risqués et adossés à des crédits hypothécaires qui ont été octroyés à des ménages à peine solvables. Malgré l'augmentation du taux de défaillance de ces crédits vers la fin de 2006, celles-ci ont continué à allouer des notes élevées aux RMBS et CDO. À partir du mois de juillet 2007, alors que la crise du marché hypothécaire s'accroît, les agences dégradent la note de milliers de produits complexes.

Selon Uhr (2012), « *on reproche aux agences d'avoir dégradé trop tard et de manière sévère la note d'entreprises ou d'États déjà en grande difficulté, ne faisant que précipiter leur chute* ». L'impression qui se dégage est que l'annonce de la dégradation d'une note par les agences de notation aurait un effet procyclique, c'est-à-dire un effet qui accentue les tendances en renforçant les mouvements baissiers ou haussiers. D'ailleurs dans son article sur les agences de notation de novembre 2012, Uhr relate que l'effet procyclique provoque une : « *impression que c'est la dégradation d'une note qui provoquerait la hausse du taux d'intérêt, provoquant chez l'émetteur une plus grande difficulté de remboursement, se traduisant quelque temps plus tard par une nouvelle dégradation, etc* ». À titre d'exemple, la note de la Grèce est restée la même de 2003 à 2009, avant de voir sa note dégrader de 9 crans par Moody's en l'espace de 15 mois. La conséquence de cette brutale dégradation est que la situation du pays s'est aggravée alors qu'elle était en pleine mesure d'austérité pour tenter de s'en sortir. Mais encore, selon Collard, le 10 novembre 2011 l'agence de notation Standard and Poor's déclare qu'elle a l'intention de dégrader la note de la France avant de revenir sur sa déclaration. Une annonce pareille et c'est un pays entier qui frissonne.

Plus de 90 % des RMBS émis en 2006 et 2007 ayant la note AAA ont été placés dans la catégorie spéculative. En conséquence, de nombreux investisseurs ont commencé à vendre ces titres massivement. Ce qui a eu pour effet de déclencher un effondrement de leur valeur et une suspension du marché pour les nouveaux titres publiés qui ne trouvaient plus preneur.

Nous venons de démontrer que les agences de notation ont une grande responsabilité dans le déclenchement de la crise des subprimes qui a mené à la crise financière de 2008.

On leur reproche d'avoir noté de manière trop généreuse des actifs financiers pourtant risqués. En effet, leurs notes positives ont poussé de multiples investisseurs à en détenir et ensuite, en prenant la décision de dégrader brusquement ses notes. Elles ont provoqué un effondrement du marché.

Comme nous l'avons souligné précédemment, on reproche également aux agences d'avoir pratiqué le « rating shopping ». Cette pratique a mené à un affaiblissement de la qualité de notation. De fait, le rapport du Sénat américain met l'accent sur *« la volonté des agences d'accroître leurs parts de marché dans le secteur de la notation des produits structurés les aurait conduites à être moins rigoureuses et à accorder des notes plus élevées afin de satisfaire leurs clients. Les banques d'investissement qui élaborent les produits structurés auraient fait pression sur les agences pour qu'elles assouplissent leurs critères de notation, en les menaçant de s'adresser à une agence concurrente si elles n'obtenaient pas satisfaction »* (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.104).

Une autre accusation impliquant les agences dans la récession économique, demeure dans l'incapacité des modèles utilisés à évaluer correctement et de manière précise les produits structurés. Celles-ci n'ont pas réussi à mettre au point des modèles capables de détecter les défauts qui arrivaient sur le marché des crédits hypothécaires. Ainsi, Espagnac et De Montesquiou (2012), nous disent que *« les agences ne disposaient pas de données statistiques suffisantes concernant les crédits hypothécaires les plus risqués, ce qui a nui à leurs efforts de modélisation. Elles manquaient également d'informations sur la manière dont les titres adossés à des crédits hypothécaires se comporteraient dans un contexte de retournement du marché de l'immobilier. Enfin, les modèles n'intégraient pas convenablement le risque que de nombreux crédits hypothécaires fassent défaut simultanément »*.

En fin de compte, nous pouvons dire que les agences de notation ne sont certainement pas les seules responsables de la crise. En effet, d'autres acteurs économiques ont leur part de responsabilité dans ce désastre économique, notamment, un grand nombre d'investisseurs qui considéraient ces notations comme une méthode d'analyse simple, rapide et peu coûteuse. Ceux-ci ont considéré les notes émises comme un fait, une prévision sans faille, nous verrons dans le chapitre suivant que certaines recommandations préconisent une prise de conscience et une indépendance des parties prenantes.

Néanmoins, en raison de l'importance et l'influence des notations, les agences ont manqué à leur mission d'évaluation du risque de crédit. Ce qui a causé de lourdes répercussions sur la stabilité du système financier international (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.105).

La chute du système

Les premiers signes annonciateurs de la crise, se manifeste à la fin de l'année 2006 avec la diminution progressive des prix de l'immobilier et une augmentation des taux de défaut des prêts subprimes. « *En février 2007, New century financial (deuxième originateur²⁴ de subprime RMBS aux États-Unis) et HSBC Finance (filiale d'HSBC) annoncent d'importantes provisions suite à la forte hausse de leurs encours de créances douteuses* » (Gaillard, 2010, p.82). D'après Gaillard (2010), de plus en plus de banques et institutions financières connaissent des pertes au cours des mois suivants. La cadence des dégradations de note par les agences de notation s'accélère. Les investisseurs se posent des questions sur la valorisation du très grand nombre d'autres produits de crédits qui sont structurés de la même façon que les investissements subprimes. Dû à cette méfiance de différents acteurs de l'économie, « *la fourniture effective de liquidité au système financier se contracte* » (Caballero et Krishnamurthy, 2008, p.10).

S'en suit une augmentation des taux interbancaires. Une crise de confiance entre les banques se fait sentir, certaines banques commencent à refuser de prêter aux autres banques (Eichengreen, 2008, p.23). Le 15 septembre 2008 est la date d'un événement important dans la crise. C'est le jour où le secrétaire au Trésor américain Henry Paulson laisse la banque d'investissement Lehman Brothers tomber en faillite. Ainsi d'après Gaillard (2010), « *l'administration américaine refuse d'adhérer au principe du too big to fail qui avait jusque-là prévalu* ». Il convient de souligner que Lehman Brothers était encore placé dans la catégorie A par les agences. Durant la même période, Bank of America acquiert Merrill Lynch et l'assureur AIG échappe de très peu à la faillite grâce à la Réserve fédérale qui prend la décision de le sauver dans le but d'éviter un risque systémique.

²⁴ L'originateur conçoit les propositions de crédit et les structures financières des sociétés clientes de la banque d'affaires. Il conseille les clients de son portefeuille sur leur stratégie de financement et de gestion de dette, des émissions obligataires jusqu'à l'émission de produits dérivés ou de produits hybrides de haut de bilan. http://www.abcbourse.com/apprendre/20_originateur.html (Consulté le 08/05/2015).

Afin d'essayer de rétablir les choses, les grandes banques centrales prennent la décision d'injecter des liquidités sur les marchés interbancaires alors que la Réserve fédérale américaine de son côté réduit le taux d'escompte. Ces décisions provoquent une contraction des crédits aux entreprises et aux ménages : « La crise passe de la sphère financière à la sphère réelle » (Gaillard, 2010, p.82).

Conclusion

La réalisation de ce chapitre nous a permis de mettre en lumière les principaux éléments responsables de la crise financière mondiale. Nous avons pu voir que malgré de nombreux signal d'alarme, la plupart des acteurs économiques ont continué à prendre de plus en plus de risque. La chute du système arrive et tout le monde essaie d'accuser l'autre d'une faute qui est pourtant collectif. De plus, nous avons déterminé la responsabilité des trois principales agences de rating dans la crise. Dans le chapitre suivant, nous aborderons les différentes réglementations que les Etats- Unis et l'Europe ont mises en œuvre.

Chapitre 5 : Les réglementations

Introduction

Tout au long de ce travail, nous avons analysé les conséquences des dégradations en cascade effectuées par les agences de notation ainsi que l'octroi de note à des obligations pourries (junk bonds en anglais). Nous nous interrogeons sur les réformes mises en œuvre en réaction de la crise ? Ainsi, les États-Unis sont les premiers à transformer le cadre réglementaire de l'activité de notation par le truchement de leur autorité boursière, la SEC. En septembre 2006 avant la crise, elle promulgue le « Credit Rating Agency Reform Act²⁵ » dans le but d'améliorer le secteur des agences de notation. Par ailleurs, depuis l'événement de la crise financière, une multitude de réglementation ou de pistes de règlement germent. Ainsi, en décembre 2010, le Comité de Bâle²⁶ publie de nouvelles « *recommandations en matière de normes réglementaires internationales sur les fonds propres et la liquidité des établissements de crédit, plus connues sous la dénomination de Bâle III* » (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.25).

Le présent chapitre n'a pas la prétention de couvrir toutes les recommandations européennes et américaines qui ont suivi la crise financière de 2008. En outre, nous concentrerons notre analyse sur les réglementations qui nous semblent être les plus pertinentes par rapport aux reproches octroyés aux agences de notation. Toutefois, nous gardons à l'esprit que d'autres réglementations existent ou existeront dans le futur (Tchotourian, n.d, pp.2, 12).

²⁵ Voir annexe VI.

²⁶ Le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire est une organisation internationale regroupant les représentants des régulateurs bancaires et des banques centrales de vingt-sept pays, dont les pays industrialisés. Il a pour principale mission de définir le cadre prudentiel applicable aux banques. (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.70).

Section I : Les États - Unis et l'Europe

Les États-Unis

C'est dans un climat économique et financier perturbé que la SEC propose le 11 et 25 juin 2008 une réforme du dispositif législatif. Cette réforme entre en vigueur durant le premier trimestre de l'année 2009. La SEC a l'intention de durcir l'encadrement relatif au travail qu'effectuent les agences de notation par le biais d'une gestion perspicace des conflits d'intérêts et d'un affermissement de la divulgation d'informations.

Afin d'améliorer la qualité du travail des agences de notation et de permettre plus de concurrence et de transparence dans ce secteur, l'organisme fédéral américain a mis en place un ensemble de règles reprises ci-après :

- *« Renforcement de la transparence et de la comparabilité des statistiques sur la performance des évaluations produites par les différentes agences de notation.*
- *Consolidation du contrôle interne par de nouvelles exigences de reporting.*
- *Réduction de la confiance excessive dans le dispositif réglementaire établi par la SEC en développant une surveillance accrue des investisseurs et en diminuant l'influence des notations.*
- *Répondre aux difficultés nées de l'évaluation des produits de financement structuré grâce à une gestion appropriée des conflits d'intérêts apparus dans la procédure d'évaluation de ces produits et à un accroissement de la divulgation des données qui les concerne et de celles portant sur les procédures et les méthodologies utilisées par les agences pour déterminer leur évaluation » (Tchotourian, n.d, p.3).*

À présent, nous allons décrire les modifications que la SEC a apporté aux articles 17g-2, 17g-3, 17g-5 du Securities Exchange Act de 1934 et la modification des informations qu'elle réclame aux agences de notation pour être reconnues NRSRO.

Modification de l'article 17g-2 du Securities Exchange Act of 1934

Cette modification a l'intention d'augmenter le nombre informations mise à la disposition des marchés financiers. Forcé de constater la faiblesse de la situation d'après crise, la SEC prend la décision de modifier l'article 17g-2 et réclame aux agences de notation l'enregistrement de leurs affaires et la préservation dudit enregistrement durant un certain temps. Les enregistrements qui ont été réalisés au cours normal de leurs opérations d'affaires doivent également être conservés.

Le but de cette manœuvre orchestrée par l'organisme fédéral américain est de livrer le plus de données possible et de faire en sorte que les enregistrements soient rendus publics sur le site internet de chaque agence de notation dans un format compatible avec le « Xbrl Interactive Data file²⁷ » (Tchotourian, n.d, p.8).

Selon le même auteur (2010), « *la SEC espère que l'information relative à l'évaluation des entreprises circulera efficacement et permettra aux utilisateurs une comparaison aisée des notations attribuées aux entreprises ... et, de ce fait, facilitera une concurrence effective des agences de notation et une augmentation corrélative de leur responsabilité. La SEC fixe à six mois le délai dans lequel les enregistrements doivent être nécessairement publiés* ».

L'augmentation des procédures analytiques d'évaluation d'une entreprise, le maintien de toute communication qui renfermerait une plainte au sujet de la performance d'un analyste et le concept de contrôle (monitoring en anglais) des données enregistrées dans la procédure de notation sont des éléments que l'autorité financière nord-américaine a également mis en place dans la modification de l'article 17g-2 pour améliorer les informations fournies par les agences de notation (Tchotourian, n.d, p.8).

²⁷ XBRL (eXtensible Business Reporting Language) - also known as "interactive data" - is a standard used to define and exchange business and financial performance information. The purpose of using XBRL in regulatory filing is to uniquely code numbers and content within financial statements allowing computer programs to easily identify, extract, and compare them (Consulté le 24/04/2015).

Modification de l'article 17g-3 du Securities Exchange Act of 1934

Les agences de notation transmettent de nombreux rapports à la Securities and Exchange Commission. Dans ce sens, la SEC suggère la modification du dispositif réglementaire 17g-3 qui leur permettra de renforcer leur pouvoir de contrôle.

Bien que la législation exige déjà que les agences divulguent des informations comportant le cachet que reçoivent les analystes, un rapport non audité des catégories de recettes des agences de notation et une liste de leurs clients. En complément, l'autorité financière américaine ajoute un rapport à la liste, en effet, selon Tchotourian (2010), il s'agit du *« paragraphe (a)(6) de l'article 17g-3 du Securities Exchange Act of 1934 exige des agences de notation un rapport annuel détaillant le nombre d'actions de notation qui ont été entreprises (augmentation, diminution, placement sous surveillance en vue d'une future augmentation ou diminution) durant l'année fiscale dans chaque catégorie de biens pour laquelle l'agence de notation est enregistrée NRSRO. La SEC entend ainsi faciliter la détection de pratiques contestables adoptées par certaines agences en mettant en lumière les variations significatives dans la notation des différents biens »*.

Modification de l'article 17g-5 du Securities Exchange Act of 1934

La SEC amène des révisions à l'article 17g- 5 afin de prévenir l'apparition de conflits d'intérêts entre les agences de notation et les entreprises et les investisseurs avec lesquels elles sont en relation. La modification concerne l'ajout d'un paragraphe. De fait, le nouveau paragraphe a pour objectif *« d'interdire à une agence de notation d'évaluer une société pour laquelle elle a déjà fait des recommandations concernant sa structure légale, ses biens, ses responsabilités ou ses activités en tant qu'émettrices d'actions ou d'obligations. Sans exclure la possibilité d'interactions durant la procédure de notation, la SEC tente de limiter les pratiques qui remettent en cause l'objectivité et la qualité de la notation »* (Tchotourian, n.d, p.6).

De plus, le même auteur ajoute que les paragraphes (c)(6) et (c)(7) viennent compléter l'article 17g- 5. D'une part, le premier des deux paragraphes stipule que les débats relatifs aux honoraires payés par une entreprise à une agence de rating ne peuvent pas être conduits par une personne portant une double casquette, c'est-à-dire une personne étant à la fois membre

de l'entreprise et membre de l'agence en charge d'attribuer une notation à l'entreprise dans laquelle il travaille.

D'autre part, le paragraphe (c)(7) interdit à une entreprise évaluée par une agence de notation d'offrir des cadeaux aux membres de l'agence qui ont participé au processus de notation. Toutefois, les cadeaux qui relèvent de relations d'affaires normales font office d'exception. Ainsi, la valeur totale de ces cadeaux est fixée à 25 dollars maximum.

Modification du Form NRSRO Instructions

Afin d'améliorer la qualité et l'utilité des informations des agences accréditées NRSRO, la SEC apporte quelques modifications. Dans ses suggestions du 16 juin 2008, l'autorité financière américaine réclame deux informations supplémentaires aux agences de notation. Premièrement, elle exige une évolution et une amélioration des instruments de mesure statistiques de la performance des entreprises par rapport à ceux d'avant. Deuxièmement, la SEC réforme le Form NRSRO en imposant de rendre publiques les procédures et les méthodologies utilisées pour établir une notation afin d'accroître la transparence des méthodologies d'évaluation (Tchotourian, n.d, p.10).

Dodd Frank Act

Le 21 juillet 2010, marque la promulgation du **Dodd Frank Act** aux États-Unis. L'objectif qui se cache derrière la promulgation du DFA²⁸ est de « *promouvoir la stabilité financière aux États-Unis, à limiter l'aléa moral inhérent au caractère « too big to fail » de certaines institutions financières et à protéger les contribuables et les consommateurs de produits financiers* » (Choulet, 2011, p.27). Le Dodd Frank Act concerne l'équilibre financier dans sa globalité. Un des éléments importants de cette loi est qu'elle a pour ambition de traiter le risque systémique²⁹. Effectivement, l'identification des organisations d'importance systémique, le développement d'une bonne politique de gestion, la solution face au risque ainsi qu'une protection des contribuables en cas de défaillance d'une institution financière font partie du programme du DFA.

²⁸ Dodd Frank Act (Choulet, 2011, p.27).

²⁹ On appelle risque systémique le risque qu'un événement particulier entraîne par réactions en chaîne des effets négatifs considérables sur l'ensemble du système pouvant occasionner une crise générale de son fonctionnement. <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Mots-de-la-finance/Risque-systemique> (Consulté le 09/05/2015).

Plusieurs règles sont à prendre en compte dans l'instauration de la loi du DFA. Cependant, nous avons volontairement pris la décision de nous concentrer sur l'application du DFA Act que nous jugeons être en lien avec les agences de notation.

Ainsi, selon Choulet (2011), « *la SEC est, en outre, chargée d'améliorer la gouvernance des agences de notation (prévention des conflits d'intérêts, contrôles internes, établissement de bonnes pratiques, évaluation périodique des analystes, plus grande transparence des méthodologies). Des mécanismes alternatifs à l'utilisation des notations externes sont aussi à l'étude (section 939 du DFA, proposition de règle de la SEC du 6 mai 2011 notamment). Un large pan du DFA est, également, dédié à la régulation des marchés des dérivés (limites de position, respect des appels de marges et de titres en collatéral des produits dérivés, centralisation des opérations dans des chambres de compensation, reporting transparent sur les volumes et prix)* ».

Ci-dessous se trouve un résumé des réglementations mis en œuvre par le DFA au niveau des agences de notation :

- « *New Office, New Focus at SEC: Creates an Office of Credit Ratings at the SEC with expertise and its own compliance staff and the authority to fine agencies. The SEC is required to examine Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations at least once a year and make key findings public.*
- *Disclosure: Requires Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations to disclose their methodologies, their use of third parties for due diligence efforts, and their ratings track record.*
- *Independent Information: Requires agencies to consider information in their ratings that comes to their attention from a source other than the organizations being rated if they find it credible.*
- *Conflicts of Interest: Prohibits compliance officers from working on ratings, methodologies, or sales; installs a new requirement for NRSROs to conduct a one-year look-back review when an NRSRO employee goes to work for an obligor or underwriter of a security or money market instrument subject to a rating by that NRSRO; and mandates that a report to the SEC when certain employees of the NRSRO go to work for an entity that the NRSRO has rated in the previous twelve months.*

- *Liability: Investors can bring private rights of action against ratings agencies for a knowing or reckless failure to conduct a reasonable investigation of the facts or to obtain analysis from an independent source. NRSROs will now be subject to “expert liability” with the nullification of Rule 436(g) which provides an exemption for credit ratings provided by NRSROs from being considered a part of the registration statement.*
- *Right to Deregister: Gives the SEC the authority to deregister an agency for providing bad ratings over time.*
- *Education: Requires ratings analysts to pass qualifying exams and have continuing education.*
- *Eliminates Many Statutory and Regulatory Requirements to Use NRSRO Ratings: Reduces over-reliance on ratings and encourages investors to conduct their own analysis.*
- *Independent Boards: Requires at least half the members of NRSRO boards to be independent, with no financial stake in credit ratings.*
- *Ends Shopping for Ratings: The SEC shall create a new mechanism to prevent issuers of asset backed-securities from picking the agency they think will give the highest rating, after conducting a study and after submission of the report to Congress » (UnitedStatesSenate, n.d, pp.10-11).*

Europe

Règlement n° 1060/2009

Postérieurement à la crise financière, la Commission européenne a demandé à un groupe de haut niveau présidé par Jacques de Larosière³⁰ de fournir un rapport sur la supervision financière dans l'Union européenne. Ledit rapport est rendu le 25 février 2009. Celui-ci suggère l'instauration de la mise en œuvre d'agences de supervision propre à l'Europe. Cette suggestion donnera naissance à une autorité mentionnée précédemment, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).

³⁰ Jacques de Larosière a dirigé le FMI, la Banque de France et la BERD. Il est aujourd'hui conseiller auprès du président de la banque BNP-Paribas. C'est fort de ce parcours que cet économiste développe une vision très précise de la crise financière de l'été 2007. <http://www.canalacademie.com/ida2316-Retour-sur-la-crise-financiere-de-l-ete-2007.html> (Consulté le 09/05//2015).

Au sein de l'Union européenne, les principales réactions suite à la crise viennent du Parlement Européen et du Conseil de l'Union Européenne dans le règlement n° 1060/2009 en date du 16 septembre 2009.

La crise financière a dévoilé l'influence que les notes de crédits des agences de notation ont sur le fonctionnement des marchés et sur la confiance des consommateurs et des investisseurs. Dès lors, les autorités européennes exigent que le domaine de notation de crédit s'opère *« dans le respect des principes d'intégrité, de transparence, de responsabilité et de bonne gouvernance afin que les notations de crédit en résultant utilisées dans la Communauté soient indépendantes, objectives et de bonne qualité »* (Parlement européen, 2009, p.1).

Nous commençons l'analyse de cette réglementation avec le paragraphe 22 de l'article 1. Dans ce paragraphe, le Parlement européen stipule que les agences de notation de crédit doivent se concentrer principalement sur leur activité de notation afin d'éviter les conflits d'intérêts. Dès lors, exercer une activité de consultant où offrir des services de conseil ne devrait pas leur être permis. Par ailleurs, elles peuvent offrir des services accessoires si ces services ne donnent pas naissance à des conflits d'intérêts en lien avec l'émission de notation de crédit.

Les paragraphes 25 et 34 du règlement n° 1060/2009 nous renseignent sur la réglementation des méthodes et des modèles qu'utilisent les agences de notation pour réaliser leur rating. Le paragraphe 25 mentionne que : *« Les agences de notation de crédit devraient publier des informations sur les méthodes, modèles et principales hypothèses qu'elles utilisent dans le cadre de leurs activités de notation de crédit. Le niveau de précision des informations publiées concernant les modèles devrait être de nature à donner aux utilisateurs des notations de crédit des informations suffisantes pour qu'ils puissent faire preuve de la vigilance voulue lorsqu'ils déterminent s'il y a lieu de s'appuyer sur ces notations de crédit »* (Parlement européen, 2009, p.3).

En outre, la récente crise financière a fait place à de nombreuses questions par rapport à la fiabilité des notations fournies par les agences de notation et une remise en cause des méthodes qu'elles utilisaient pour octroyer ses notes. Nous pouvons en effet nous demander pourquoi aucune agence du Big Three n'a été capable de prévenir la crise. Ainsi le paragraphe 25 a pour objectif de fournir plus d'informations sur la manière dont les agences de notation réalisent leurs modèles afin de donner aux utilisateurs de rating l'opportunité de mieux comprendre leurs notations.

L'article 34 ajoute que les méthodes et les modèles utilisés par les agences de rating doivent être mis à jour régulièrement et subir une révision si besoin est (Parlement européen, 2009, pp.3-4).

Nous avons vu dans la section I du chapitre 2 qu'avertir les autorités financières des conflits d'intérêts existants fait partie des principes que promulgue le code de bonne conduite (OICV).

Dans ce sens, le paragraphe 27 du règlement du 16 septembre 2009 rejoint cette idée en soulignant qu' *« il convient que les agences de notation de crédit évitent les situations de conflit d'intérêts, mais aussi qu'elles gèrent adéquatement les conflits d'intérêts lorsqu'ils sont inévitables, de façon à préserver leur indépendance. Les agences de notation de crédit devraient divulguer lesdits conflits d'intérêts en temps utile. Elles devraient également consigner tous les risques importants menaçant leur indépendance en tant qu'agence de notation de crédit et l'indépendance de leurs salariés et des autres personnes associés au processus de notation, de même que les mesures de sauvegarde appliquées pour atténuer ces risques »* (Parlement européen, 2009, p.4).

Dans les chapitres précédents, nous avons également souligné que le mode rémunération des agences de notation a subi de fortes critiques à la suite de la crise financière et révélé des problèmes de conflits d'intérêts. Dans le paragraphe 30 de l'article 1, le parlement européen et le conseil de l'Union européenne (2009), nous disent qu' *« afin d'éviter les conflits d'intérêts, il convient que la rémunération des membres indépendants du conseil d'administration ou de surveillance soit indépendante de la performance commerciale de l'agence de notation de crédit »*.

Les deux autorités européennes (2009), ajoute à juste titre dans le paragraphe 1 de l'article 6 qu' *« une agence de notation de crédit prend toute mesure nécessaire pour garantir que l'émission d'une notation de crédit n'est affectée par aucun conflit d'intérêts ni aucune relation commerciale, existants ou potentiels, impliquant l'agence de notation de crédit émettant cette notation, ses dirigeants, ses analystes de notation, ses salariés, toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit ou toute personne directement ou indirectement liée à elle par une relation de contrôle »*. En ce qui concerne la transparence des agences de notation, l'article 12 du Règlement européen de 2009 exige que les agences de notation publient un rapport de transparence au maximum trois mois après la date de cessation de chaque exercice et que celui-ci demeure accessible durant cinq ans au moins (Parlement européen, 2009, p.14).

Règlement (UE) n° 462/2013

Après 2009 d'autres réglementations ont vu le jour à savoir : *« le règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil ont donné pouvoir à l'Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) (AEMF) instituée par le règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil, d'enregistrer et de surveiller les agences de notation de crédit »* (Parlement européen, 2013, p.1). Le 21 mai 2013, le parlement européen et le conseil de l'Union européenne publient le règlement (UE) n° 462/2013 venant modifier le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

Tout d'abord, le règlement n° 1060/2009 envisageait déjà de mettre en œuvre des mesures pour remédier aux problèmes d'indépendances et de conflits d'intérêts des agences de notation. Le paragraphe 10 de l'article 1 du règlement n° 462/2013 ajoute qu' *« il est nécessaire de renforcer les conditions d'indépendance applicables aux agences de notation de crédit, pour accroître la crédibilité des notations de crédit émises selon le modèle de l'émetteur-payeur »* (Parlement européen, 2013, p.3).

Ensuite, le paragraphe 11 du règlement de 2013 concerne le caractère oligopolistique des trois agences de notation citées tout au long de ce mémoire. Selon le parlement européen et le conseil de l'UE (2009), il faudrait favoriser l'usage de notation d'agences de crédit plus petites afin d'intensifier la concurrence dans le secteur de la notation.

Un des éléments qui se retrouvent dans plusieurs des paragraphes du règlement du 21 mai 2013 est l'instauration d'un système de rotation régulière des agences de notation de crédit émettant des notes. Ci-après, nous en avons mis les principaux avantages et inconvénients figurant dans le règlement.

Tableau 12 : Avantages et inconvénients de la mise en place d'un système de rotation des agences de notation

Avantages	Inconvénients
• <i>Fixer une durée maximale à la relation contractuelle entre l'émetteur qui est noté ou qui a émis les titres de créance notés et l'agence de notation de crédit devrait supprimer l'incitation à émettre des notations de crédit favorables concernant cet émetteur. En outre, imposer la rotation des agences de notation de crédit en tant que pratique de marché normale et régulière devrait aussi atténuer efficacement le problème de l'effet de verrouillage³¹.</i> • <i>La rotation régulière des agences de notation de crédit émettant des notations de crédit sur les retitrisations devrait instiller plus de diversité dans l'évaluation de la qualité de crédit.</i> • <i>Un mécanisme de rotation pourrait constituer un outil important pour réduire les barrières à l'entrée sur le marché de la notation de crédit pour les retitrisations.</i>	• <i>En outre, la rotation en cours des agences de notation de crédit pourrait être lourde de conséquences pour la qualité et la continuité des notations de crédit. De même, il importe que la mise en œuvre d'un mécanisme de rotation soit accompagnée de garanties suffisantes afin que le marché puisse s'adapter progressivement, avant, éventuellement, de renforcer le mécanisme à l'avenir.</i> • <i>Il pourrait toutefois s'avérer plus difficile pour les nouveaux acteurs sur le marché de se maintenir sur le marché parce qu'ils ne seraient pas autorisés à garder leurs clients. Il convient dès lors d'introduire une exemption au mécanisme de rotation pour les petites agences de notation de crédit.</i> • <i>L'exigence de rotation n'atteindrait pas ses objectifs si l'agence de notation de crédit sortante était autorisée à noter à nouveau les retitrisations du même</i>

³¹ Un émetteur s'abstient de changer d'agence de notation de crédit de crainte qu'un tel changement ne fasse naître des inquiétudes auprès des investisseurs quant à la qualité de crédit de l'émetteur (Parlement Européen, 2013, p.3).

	<i>initiateur à l'issue d'une trop courte période. Il importe donc de prévoir un délai approprié durant lequel l'agence de notation de crédit sortante ne peut être chargée de noter à nouveau les retitrisations du même initiateur.</i>
--	---

Source : (Parlement européen, 2013, pp.3-4).

Enfin, d'après le parlement européen et le conseil de l'Union européenne (2013), « *il importe de prévoir un droit de recours adapté pour les investisseurs qui se sont raisonnablement appuyés sur une notation de crédit émise en violation du règlement (CE) n° 1060/2009 ainsi que pour les émetteurs qui subissent un préjudice en raison d'une notation de crédit émise en violation du règlement (CE) n° 1060/2009. L'investisseur et l'émetteur devraient pouvoir invoquer la responsabilité de l'agence de notation de crédit pour le préjudice causé par une infraction audit règlement qui a influé sur le résultat de la notation* ».

Tableau 13 : récapitulatif des réglementations vis-à-vis des agences de notation.

États-Unis	Europe
• Le 11 et 25 juin 2008, la SEC propose une réforme du dispositif législatif. • Modifications que la SEC a apportées aux articles 17g-2, 17g-3, 17g-5 du Securities Exchange Act de 1934. • Modification du Form NRSRO Instructions. • Promulgation du Dodd Frank Act aux États-Unis le 21 juillet 2010.	• Règlement n° 1060/2009 du 25 février 2009. • Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil • Les accords de Bâle

Source : (Parlement européen et al, 2009-2013).

Limite des réglementations

L'IFOP³² a réalisé une enquête pour le Sénat français, les résultats de l'enquête montrent que les agences de notation ont une réelle influence sur les investisseurs comme nous l'avons déjà souligné dans ce mémoire. À ce sujet, l'enquête réalisée comportait un échantillon de 352 investisseurs professionnels utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité. D'après Espagnac et De Montesquiou (2012), « 58 % des investisseurs pensent qu'il n'est pas souhaitable que les réglementations internes et externes ne fassent plus référence aux notations des agences. Ceci témoigne a minima de l'effort de conviction restant à accomplir ». Au même titre, ces deux auteurs (2012), nous disent dans le rapport Larosière du 25 février 2009 rendu à la Commission européenne stipulent que : « le fait que certaines réglementations financières imposent l'utilisation de notation pose un certain nombre de problèmes, mais cette utilisation est sans doute inévitable à ce stade. Toutefois, il faudrait la réduire considérablement à plus longue échéance ».

Nous venons de mettre en avant plusieurs critiques allant à l'encontre des réglementations mises en œuvre. L'un des avis sur l'approche des différentes réglementations présentées jusqu'ici mentionne que : « les différents régulateurs ont publié les inventaires des références réglementaires, mais, à ce jour le travail de définition de la qualité de crédit est encore largement incomplet. Aucune règle définitive n'a encore été adoptée. Les propositions avancées relèvent pour l'instant plutôt d'un glissement sémantique. Si elles suppriment effectivement les références explicites aux notations, elles mêlent généralement des notions de liquidité et de risque de crédit, ce dernier pouvant être estimé, soit en interne, soit en externe à travers, justement, les notations des agences » (Espagnac et De Montesquiou, 2012, p.85).

À travers cette section, nous avons présenté les réglementations qui ont été promulguées après la crise financière de 2008. Cependant, nous ne pouvons pas dire que la mise en place de ces réglementations est totalement effective. De plus, certains acteurs de l'économie considèrent que lesdites réglementations restent encore trop timides.

³² Premier institut d'enquêtes et de sondages créé en France, l'IFOP est une référence reconnue et leader français dans le domaine des études d'opinion, d'image institutionnelle et corporate et des sondages électoraux http://www.ifop.com/?option=com_sector§or=1 (Consulté le 05/05/2015).

Espagnac et de Montesquiou (2012), nous suggère que pour réaliser des changements concrets dans le secteur de la notation, il conviendrait que l'ensemble des acteurs concernés à savoir les investisseurs, les banques centrales, les États, les régulateurs et d'autres, mette en place leurs propres méthodologies pour mesurer le risque.

D'ailleurs, les mêmes auteurs (2012), accentuent le discours précédent en spécifiant qu' : « *il ne suffit pas de mettre en œuvre un déréférencement des notations dans les législations, les réglementations et les pratiques, mais bien, et c'est là où la difficulté réside, d'envisager des alternatives crédibles, mêlant notation internes, notes des agences et paramètres de marché, tels que la liquidité et la volatilité* ».

Section II : Réaction des agences par rapport aux réglementations

Comme nous l'avons souligné dans les chapitres précédents, dès 2004, les agences de notation promettent d'appliquer les principes de bonne conduite de l'OICV. De surcroît, en décembre 2006 le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) remet un rapport destiné à la Commission européenne. Ledit rapport signale à la Commission européenne que les codes de conduites mis en place par Standard & Poor's, Moody's et Fitch sont assorti aux recommandations de l'OICV. Cependant, une exception se trouve dans ce rapport, en effet, le Comité des régulateurs mentionne que la participation de certains analystes aux négociations tarifaires des entités qu'ils notent n'est pas conforme au code de conduite de l'OICV.

Selon Gaillard (2010), « *Fitch justifia son entorse à ce principe en affirmant que, dans certaines petites succursales situées dans des pays non anglophones, les départements chargés de la notation étaient contraints de discuter des commissions. Moody's mit en avant la complexité de certaines opérations, en particulier dans le domaine des financements structurés, qui pouvait conduire des analystes à évaluer en amont la quantité de travail nécessaire à la notation, et donc à influencer la tarification* ».

Au lendemain de la crise, les agences de notation sont dans le collimateur de plusieurs régulateurs et d'autres acteurs économiques. En réaction, elles mettent en place des stratégies afin d'améliorer leur modèle de notation.

Ainsi d'après Collard (2011), « *Fitch Ratings regroupe dans une nouvelle division, Fitch Solutions, des services annexes à la notation tels que la diffusion de la recherche, l'offre d'outils d'évaluation, de formation, ou encore de conseil. La même année, Moody's adopte la même attitude en créant Moody's Analytics. Dans le même temps, Moody's et Standard & Poor's interdisent à leurs analystes de prendre part aux négociations commerciales 44 des agences. Fait notable, Standard & Poor's a mis en place en 2009 une rotation périodique de ses analystes. À l'exception de ceux travaillant sur les produits structurés, ces analystes ne peuvent exercer leurs fonctions pour un même émetteur pendant plus de cinq années consécutives* ».

De plus, dès 2007 les agences du Big Three annoncent avoir renforcé les effectifs responsables de la surveillance des notations et d'avoir fabriqué de nouveaux modèles et outils pour analyser les produits structurés. « *Début 2010, les trois grandes annoncent également leur intention de se conformer aux exigences réglementaires en ajoutant aux notes de produits de financement structurés un symbole (« SF » ou « sf » selon les agences) qui les distingue des notes attribuées à d'autres types de produits* » (Collard, 2011, p.14).

Conclusion

Dans ce dernier chapitre, nous avons trouvé opportun d'exposer les réglementations qui ont été émises à la suite de la crise financière de 2008, principalement aux États-Unis et en Europe. Nous avons également jugé utile d'exposer quelques engagements pris par les agences de notation en réaction à la crise et aux réglementations les concernant. Toutefois, nous ne devons pas nous réjouir trop vite ou nous satisfaire des promesses d'améliorations qu'elles assurent mettre en œuvre. Effectivement, les engagements que les agences de notation avaient pris vis-à-vis de l'OICV et du Credit Rating Agency Reform Act n'ont pas empêché le marasme économique de 2008. C'est la raison pour laquelle les acteurs économiques utilisant la notation des agences, les régulateurs et les agences elles-mêmes se doivent de rester vigilants afin de ne plus revivre une crise de telle ampleur.

Conclusion

Ce mémoire avait pour objectif de décrire et comprendre le rôle que les agences de notation ont joué dans la crise financière de 2008. Tout au long de ce travail, nous avons pu constater que les agences de notation se sont rendues indispensables et ont acquis une place importante dans le marché financier. Il est intéressant de souligner que l'une des principales missions des agences de notation est de réduire l'asymétrie d'information qui existe entre un émetteur et un prêteur. L'attribution d'une note permet aussi à des acteurs de l'économie de se financer à moindre coût sur le marché de crédit lorsque la notation leur est favorable.

L'étude de notre question de recherche nous a montré que de nombreuses préoccupations existent vis-à-vis des trois principales agences de notation (S&P, Moody's et Fitch). Il ressort de notre analyse que les conflits d'intérêts, le manque de transparence et le manque de concurrence sont des éléments que de nombreux acteurs de l'économie ont reprochés aux agences de notation au lendemain de la récente crise financière.

Le marché des agences de notation forme un oligopole constitué de trois agences américaines. Les barrières à l'entrée pour les nouveaux entrants dans ce secteur sont très élevées. Nous nous sommes rendu compte qu'il y avait un manque flagrant de concurrence dans ce secteur, de plus, les trois principales agences de notation possèdent un pouvoir sur le marché de la notation. Ce pouvoir leur a été conféré par le soutien de certains États qui obligeaient de recourir aux notes fournies par les trois agences en matière de notation de produits structurés.

Au cours de notre recherche, nous avons également pu constater que le passage d'un modèle où les investisseurs payaient pour le service que les agences leur fournissaient, à un modèle où ce sont les émetteurs de titres qui rémunèrent directement les agences de notation qui les évaluent sont au cœur de nombreux conflits d'intérêts.

Lors de notre analyse, nous avons pu souligner que l'un des problèmes des trois agences de notation est d'avoir mis en place un système de vente de leur conseil concernant la structuration des produits structurés. D'ailleurs, dans le rapport du parlement européen de 2009 sur les réglementations des agences de notation, nous avons vu que le parlement européen stipule que les agences de notation ne devraient pas être en mesure d'offrir des services de conseil.

La crise financière de 2008 a dévoilé de nombreux défauts dans le processus de notation de S&P, Moody's et Fitch. La course au profit qu'ont réalisé ces agences les a poussées à faire du « rating shopping » en attribuant des notes plus élevées qu'il ne fallait à certains investisseurs, de peur de voir le client aller se faire noter par un autre concurrent et d'avoir été par conséquent moins rigoureuses dans l'attribution de ces notes. La crise a également mis en lumière la faiblesse des modèles utilisés par les trois agences de notation pour l'évaluation des produits complexes. Ces modèles ne leur ont pas permis de prévenir la crise des subprimes et de réagir à temps pour dégrader les obligations pourries.

En termes de recommandations, il est primordial que les régulateurs de la finance internationale, que les acteurs économiques utilisant le service de notation et que les agences elles-mêmes mettent en place des mesures réglementaires efficaces et effectif. Lors de nos recherches, nous avons pu voir qu'au lendemain de la crise financière plusieurs réglementations européenne et américaine ont vu le jour. Cependant, les réglementations que nous avons présentées sont pour beaucoup d'entre elles des projets de réglementations plutôt que des réglementations obligatoires. Dès lors, nous estimons qu'il est nécessaire que les réglementations à l'égard des agences de notation fassent l'objet de lois internationales que celles-ci devraient suivre obligatoirement.

Nous pensons que les agences de notation doivent continuer à fournir des notes, car elles sont utiles et indispensables à de nombreux acteurs économiques du marché mondial qui n'ont pas les moyens de trouver les informations par eux-mêmes. Néanmoins, les trois principales institutions de notation se doivent de rester vigilantes lorsqu'elles évaluent des produits structurés et ne doivent plus attribuer de notes en fonction du cachet reçu par l'émetteur afin d'éviter des conflits d'intérêts.

L'apport de ce mémoire est destiné à toute personne qui a l'envie de comprendre le rôle des trois principales agences de notation dans le monde et l'implication de celles-ci dans la crise financière du XXI^e siècle.

Le mémoire que nous avons réalisé comporte également des limites. Tout d'abord, nous n'avons pas pu couvrir toutes les informations concernant les réglementations et les modèles utilisés par les trois principales agences ainsi que des informations provenant de tout autre acteur économique concerné par le sujet.

En effet, l'accès à toutes ces informations aurait sans doute contribué à étendre notre champ de vision lors de notre analyse. Des témoignages réalisés au sein des trois agences de notation et au sein des autorités américaines et européennes manquent également à notre recherche.

Pour des recherches futures, il serait donc intéressant de réaliser une étude empirique avec les étapes suivantes : observation, induction, déduction, test et évaluation de données fournies par les agences de notation.

Pour clore notre recherche, il nous apparaît indispensable qu'un changement du mode de rémunération des agences de notation puisse s'opérer pour empêcher les conflits d'intérêts. De plus, il y va de l'intérêt des acteurs économiques utilisant la notation de mettre en place leurs propres méthodologies pour mesurer le risque. Ainsi, les sources d'informations deviendront beaucoup plus variées.

Bibliographie

Abcbourse (n.d). *L'originateur Description du poste.*

http://www.abcbourse.com/apprendre/20_originateur.html (Consulté le 08/05/2015) Site pour investir en bourse.

Aglietta, M. (2008). Comprendre la crise du crédit structuré. *La Lettre du CepII*, 275, février, 4.

Aglietta, M ; Rigot, S. (2009). Hedge Funds : La fin du laissez-faire. *Revue économique*, 60, 693-702.

Andill (n.d). *Qu'est ce que le Deleverage ?* <http://www.andlil.com/definition-de-deleverage-135071.html> (Consulté le 02/05/2015) Blog économique.

Andill (n.d). *La responsabilité de la FED dans la crise des subprimes.* <http://www.andlil.com/le-responsabilite-de-la-fed-dans-la-crise-des-subprimes-159762.html> (Consulté le 12/05/2015) Blog économique.

Artus, P ; Betbèze, J-P ; De Boissieu, C ; Capelle- Blancart, G. (2008). La crise des subprimes. *La documentation française*, 1-273.

Banque de France. (2008). Revue de la stabilité financière. Numéro spécial liquidité, 11, février, 195.

BanqueDegroof (n.d). *Produits structurés.* <https://www.degroof.be/sites/degroof/fr-BE/nos-metiers/gestion-privee/Pages/produits-structures.aspx> (Consulté le 25/11/2014).

Banqueinfo (n.d). *Moratoire.* <http://www.banque-info.com/lexique-bancaire/m/moratoire> (Consulté le 28/04/2015) Lexique bancaire et économique.

Baugnet, V ; Butzen, P ; Cheliout, S ; Melyn, W ; Wibaut, Q. (2011). La crise des marchés de l'immobilier résidentiel est-elle terminée? Un tour d'horizon international. *Economic review*, 55-74.

BBC (2013). *Home reposessions lowest since 2007, says CML.*

<http://www.bbc.com/news/business-21456509> (Consulté le 14/03/2015) Site d'information.

Biospherepourdemain (n.d). *Les citations des personnalités d'honneur qui ont préparé le chemin pour la « Civilisation du Troisième Millénaire »... et celles de quelques autres.* <http://biospherepourdemain.org/PagePresentation69%20Citation%20LO%20Accuse.html> (Consulté le 07/03/2015).

Canalacademie (n.d). *Retour sur la crise financière de l'été 2007.* <http://www.canalacademie.com/ida2316-Retour-sur-la-crise-financiere-de-l-ete-2007.html> (Consulté le 09/05//2015) Sites des académies et Institut de France sur internet.

Choulet, C. (2011). Le Dodd Frank Act : une vision américaine de la régulation financière. Juin, 27-43.

Collard, F. (2011). Au cœur des agences de notation. *Crisp*, (2156/2157), 1-17.

Commission européenne (2008). *Role of Credit Rating Agencies. ESME's report to the European Commission.* http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_fr.htm (Consulté le 25/11/2014).

Crisp (n.d). *Organisme privé qui évalue le risque de solvabilité financière d'entreprises, de banques et d'organismes publics dont des États.* <http://www.vocabulairepolitique.be/agence-de-notation/> (Consulté le 25/11/2014).

Dupret (2011). *Agences de notation et corruption.* www.gresea.be/spip.php?article914 (Consulté le 17/11/2014)

Espagnac, F ; De montesquiou, A. (2012) Rapport d'information fait au nom de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation. Senat français, (598), 242.

Explorable (2009). *La recherche empirique.* <https://explorable.com/fr/la-recherche-empirique> (Consulté le 12/05/2015).

Fitchratings (2010). Definitions of Ratings and other Forms of Opinion. *Fitchratings*, December, 59.

Fitchratings (n.d). *Ratings definitions.* https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=5&detail=507&context_ln=5&detail_ln=500#str (Consulté le 24/04/2015).

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

Gaillard, N. (2011). Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? *Revue d'économie financière*, 101(1), pp. 73-86).

GPO (6 mai 2015). *Part 240 General Rules And Regulations, Securities Exchange Act of 1934*. <http://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=5d7a1a47948c2820ebcfbbb1f31c97e7&mc=true&n=pt17.4.240&r=PART&ty=HTML> (Consulté le 09/05/2015).

GPO (n.d). *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-109s3850enr/pdf/BILLS-109s3850enr.pdf> (Consulté le 07/05/2015).

Gresea (2011). Agences de notation et corruption. <http://www.gresea.be/spip.php?article914> (Consulté le 19/02/2015) Groupe de recherche pour une stratégie économique alternative.

IFOP (n.d). *Notre mission*. http://www.ifop.com/?option=com_sector§or=1 (Consulté le 05/05/2015).

Investopedia (n.d). *Definition of Securities and Exchange Commission*. <http://www.investopedia.com/terms/s/sec.asp> (Consulté le 25/11/2014).

Investopedia (n.d.). *Fanniemae*. <http://www.investopedia.com/terms/f/fanniemae.asp> (Consulté le 18/04/2015) Site consacré à l'éducation d'investir.

Investopedia (n.d.). *Freddiemac*. <http://www.investopedia.com/terms/f/freddiemac.asp> (Consulté le 18/04/2015) Site consacré à l'éducation d'investir.

Journaldunet (mai 2015). *Définition du mot Due diligence*. <http://www.journaldunet.com/business/pratique/dictionnaire-economique-et-financier/17234/due-diligence-definition-traduction-et-synonymes.html> (Consulté le 18/04/2015) Dictionnaire économique et financier.

Keenan, Sc. (1998). An Historical Analysis of Moody's Watchlist. *Moody's Investors Service*, octobre, 17.

Lafinancepourtous (n.d). *Effet de levier*. <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Mots-de-la-finance/Effet-de-levier> (Consulté le 12/04/2015) Site pédagogique sur l'argent et la finance.

Lafinancementpour tous (n.d). *Risque systémique*.

<http://www.lafinancementpour tous.com/Decryptages/Mots-de-la-finance/Risque-systemique>
(Consulté le 09/05/2015) Site pédagogique sur l'argent et la finance.

Legal Information Institute (n.d) ; *Amendement I*.

https://www.law.cornell.edu/constitution/first_amendment (Consulté le 28/04/2015).

Lemonde (2011). *Des chemins de fer aux États endettés, la longue histoire des agences de notation*. http://www.lemonde.fr/economie/article/2011/07/08/des-chemins-de-fer-aux-etats-endettes-la-longue-histoire-des-agences-de-notation_1546239_3234.html (Consulté le 13/05/2015).

Lesechos (n.d). *Entité ad hoc*. http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_entite-ad-hoc.html (Consulté le 02/04/2015).

Lesechos (n.d). *Prime Broker*. http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_prime-broker.html (Consulté le 02/05/2015).

Macdonald, R. (2012). *Genesis of the Financial Crisis*. Great Britain : Palgrave Macmillan.

Moody's (2009). *Moody's Rating Symbols & Definitions*.

<https://www.moody's.com/sites/products/AboutMoody'sRatingsAttachments/Moody'sRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf> (Consulté le 24/04/2015).

Nationwide (2009). *House prices*.

<http://www.nationwide.co.uk/~media/MainSite/documents/about/house-price-index/q4-2009.pdf> (Consulté le 23/03/2015) Entreprise financière britannique.

Newsfile (n.d). *Understanding SEC EDGAR XBRL*.

<http://www.newsfilecorp.com/XBRL/UnderstandingXBRL.php> (Consulté le 24/04/2015).

Parlement européen (2009). *Règlement du parlement européen et du conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit*. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R1060&from=FR> (Consulté le 25/11/2014).

Pettinger, T. (2014). *UK Housing Market Stats and Graphs*.

<http://www.economicshelp.org/blog/5709/housing/housing-market-stats-and-graphs/>
(Consulté le 16/03/2015) Site d'aide dans le domaine de l'économie.

Règlement (2009). Règlement (CE) N° 1060/2009 du parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. *Journal officiel de l'Union européenne*. Novembre, 1-31.

Règlement (2013). Règlement (CE) N° 462/2013 du parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 sur les agences de notation de crédit. *Journal officiel de l'Union européenne*. Mai, 1-33.

Societegenerale (n.d). La crise de la dette souveraine. <http://www.societegenerale.com/fr/comprendre-la-banque/l-environnement-economique-et-bancaire/la-crise-de-la-dette-souveraine> (Consulté le 14/05/2015).

Sorbe, S. (2009). Saisies immobilières aux États-Unis et pertes des institutions financières. *Trésor-éco*, 57, 1-8.

Standard & Poor's (n.d). *À History of Standard & Poor's*. www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/ (Consulté le 17/11/2014).

S&P (n.d). *Corporate ratings criteria*. http://regulationbodyofknowledge.org/wp-content/uploads/2013/03/StandardAndPoors_Corporate_Ratings_Criteria.pdf (Consulté le 24/04/2015).

SEC (n.d). *Application for registration as a nationally recognized statistical rating organization (NRSRO)*. <https://www.sec.gov/about/forms/formnrsro.pdf> (Consulté le 05/05/2015).

Tchotourian, I. (n.d). La réponse de la Securities and Exchange Commission au risque de marché : l'encadrement de la notation. *Université de Nantes*, 1-19.

The technical Committee of the international organization of securities commissions. (2004). Code of conduct fundamentals for credit rating agencies.1-12.

Trader-Finance (n.d). *Définition Bulle spéculative*. <http://www.trader-finance.fr/lexique-finance/definition-lettre-B/Bulle-speculative.html> (Consulté le 12/04/2015) Portail de la finance et de l'investissement.

Trader-Finance (n.d). *Définition Récession*. <http://www.trader-finance.fr/lexique-finance/definition-lettre-R/Recession.html> (Consulté le 12/04/2015) Portail de la finance et de l'investissement.

Uhr, J. (2012). Les agences de notation. *IEV*, novembre, 1-21.

United States Census Bureau (n.d.). New houses Sold in the United States, by Sales Price. <http://www.census.gov/construction/nrs/pdf/ussoldbypricea.pdf> (Consulté le 12/04/2015).

UnitedStatesSenate (n.d). Brief Summary Of The Dodd- Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act. 1-16.

Van oppens, H. (2012). Cours de marché nationaux et internationaux.

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

Annexe**Annexe I : Code de conduite IOSCO pour les agences de notation****CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING
AGENCIES****OICV-IOSCO****THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE
INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS****DECEMBER 2004**

CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES

INTRODUCTION

Credit rating agencies (CRAs) can play an important role in modern capital markets. CRAs typically opine on the credit risk of issuers of securities and their financial obligations. Given the vast amount of information available to investors today – some of it valuable, some of it not – CRAs can play a useful role in helping investors and others sift through this information, and analyze the credit risks they face when lending to a particular borrower or when purchasing an issuer's debt and debt-like securities.

In September 2003, IOSCO's Technical Committee published a Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. The Principles were designed to be a useful tool for securities regulators, rating agencies and others wishing to articulate the terms and conditions under which CRAs operate and the manner in which opinions of CRAs should be used by market participants. Because CRAs are regulated and operate differently in different jurisdictions, the Principles laid out high-level objectives that rating agencies, regulators, issuers and other market participants should strive toward in order to improve investor protection and the fairness, efficiency and transparency of securities markets and reduce systemic risk. The Principles were designed to apply to all types of CRAs operating in various jurisdictions. However, to take into account the different market, legal and regulatory circumstances in which CRAs operate, and the varying size and business models of CRAs, the manner in which the Principles were to be implemented was left open. The Principles contemplated that a variety of mechanisms could be used, including both market mechanisms and regulation.

Along with the Principles, IOSCO's Technical Committee also published a Report on the Activities of Credit Rating Agencies that outlined the activities of CRAs, the types of regulatory issues that arise relating to these activities, and how the Principles address these issues. The CRA Report highlighted the growing and sometimes controversial importance placed on CRA assessments and opinions, and found that, in some cases, CRAs activities are not always well understood by investors and issuers alike. Given this lack of understanding, and because CRAs typically are subject to little formal regulation or oversight in most jurisdictions, concerns have been raised regarding the manner in which CRAs protect the

integrity of the rating process, ensure that investors and issuers are treated fairly, and safeguard confidential material information provided them by issuers.

Following publication of the CRA Principles, some commenters, including a number of CRAs, suggested that it would be useful if IOSCO were to develop a more specific and detailed code of conduct giving guidance on how the Principles could be implemented in practice. The following Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies is the fruition of this exercise. As with the Principles, with which it should be used, the Code Fundamentals were developed out of discussions among IOSCO members, CRAs, representatives of the Basel Committee on Banking Supervision, the International Association of Insurance Supervisors, issuers, and the public at large.

The Code Fundamentals offer a set of robust, practical measures that serve as a guide to and a framework for implementing the Principles' objectives. These measures are the fundamentals which should be included in individual CRA codes of conduct, and the elements contained in the Code Fundamentals should receive the full support of CRA management and be backed by thorough compliance and enforcement mechanisms. However, the measures set forth in the Code Fundamentals are not intended to be all-inclusive: CRAs and regulators should consider whether or not additional measures may be necessary to properly implement the Principles in a specific jurisdiction, and the Technical Committee may revisit the Code Fundamentals in the future should experience dictate that modifications are necessary.

Further, the Code Fundamentals are not designed to be rigid or formulaic. They are designed to offer CRAs a degree of flexibility in how these measures are incorporated into the individual codes of conduct of the CRAs themselves, according to each CRA's specific legal and market circumstances.

IOSCO Technical Committee members expect CRAs to give full effect to the Code Fundamentals. In order to promote transparency and improve the ability of market participants and regulators to judge whether a CRA has satisfactorily implemented the

Code Fundamentals, CRAs should disclose how each provision of the Code Fundamentals is addressed in the CRA's own code of conduct. CRAs should explain if and how their own codes of conduct deviate from the Code Fundamentals and how such deviations nonetheless achieve the objectives laid out in the Code Fundamentals and the IOSCO CRA Principles.

This will permit market participants and regulators to draw their own conclusions about whether the CRA has implemented the Code Fundamentals to their satisfaction, and to react accordingly. In developing their own codes of conduct, CRAs should keep in mind that the laws and regulations of the jurisdictions in which they operate vary and take precedence over the Code Fundamentals. These laws and regulations may include direct regulation of CRAs and may incorporate elements of the Code Fundamentals itself.

Finally, the Code Fundamentals only address measures that CRAs should adopt to help ensure that the CRA Principles are properly implemented. The Code Fundamentals do not address the equally important obligations issuers have of cooperating with and providing accurate and complete information to the marketplace and the CRAs they solicit to provide ratings. While aspects of the Code Fundamentals deal with a CRA's duties to issuers, the essential purpose of the Code.

Fundamentals is to promote investor protection by safeguarding the integrity of the rating process. IOSCO members recognize that credit ratings, despite their numerous other uses, exist primarily to help investors assess the credit risks they face when making certain kinds of investments. Maintaining the independence of CRAs vis-à-vis the issuers they rate is vital to achieving this goal. Provisions of the Code Fundamentals dealing with CRA obligations to issuers are designed to improve the quality of credit ratings and their usefulness to investors. These provisions should not be interpreted in ways that undermine the independence of CRAs or their ability to issue timely ratings opinions.

Like the IOSCO CRA Principles, the objectives of which are reflected herein, the Code Fundamentals are also intended to be useful to all types of CRAs relying on a variety of different business models. The Code Fundamentals do not indicate a preference for one business model over another, nor are the measures described therein designed to be used only by CRAs with large staffs and compliance functions. Accordingly, the types of mechanisms and procedures CRAs adopt to ensure that the provisions of the Code Fundamentals are followed will vary according to the market and legal circumstances in which the CRA operates.

Structurally, the Code Fundamentals are broken into three sections and draw upon the organization and substance of the Principles themselves:

- The Quality and Integrity of the Rating Process;
- CRA Independence and the Avoidance of Conflicts of Interest; and,
- CRA Responsibilities to the Investing Public and Issuers.

TERMS

The Code Fundamentals are designed to apply to any CRA and any person employed by a CRA in either a full-time or part-time capacity. A CRA employee who is primarily employed as a credit analyst is referred to as an “analyst.” For the purposes of the Code Fundamentals, the terms “CRA” and “credit rating agency” refer to those entities whose business is the issuance of credit ratings for the purposes of evaluating the credit risk of issuers of debt and debt-like securities.

For the purposes of the Code Fundamentals, a “credit rating” is an opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system. As described in the CRA Report, credit ratings are not recommendations to purchase, sell, or hold any security.

THE IOSCO CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES

As described in the IOSCO CRA Principles, CRAs should endeavor to issue opinions that help reduce the asymmetry of information that exists between borrowers and debt and debt-like securities issuers, on one side, and lenders and the purchasers of debt and debt-like securities on the other. Rating analyses of low quality or produced through a process of questionable integrity are of little use to market participants.

Stale ratings that fail to reflect changes to an issuer’s financial condition or prospects may mislead market participants. Likewise, conflicts of interest or other undue factors – internal and external – that might, or even appear to, impinge upon the independence of a rating decision can seriously undermine a CRA’s credibility. Where conflicts of interest or a lack of independence is common at a CRA and hidden from investors, overall investor confidence in the transparency and integrity of a market can be harmed. CRAs also have responsibilities to

the investing public and to issuers themselves, including a responsibility to protect the confidentiality of some types of information issuers share with them.

To help achieve the objectives outlined in the CRA Principles, which should be read in conjunction with the Code Fundamentals, CRAs should adopt, publish and adhere to a Code of Conduct containing the following measures:

1. QUALITY AND INTEGRITY OF THE RATING PROCESS

A. Quality of the Rating Process

1.1 The CRA should adopt, implement and enforce written procedures to ensure that the opinions it disseminates are based on a thorough analysis of all information known to the CRA that is relevant to its analysis according to the CRA's published rating methodology.

1.2 The CRA should use rating methodologies that are rigorous, systematic, and, where possible, result in ratings that can be subjected to some form of objective validation based on historical experience.

1.3 In assessing an issuer's creditworthiness, analysts involved in the preparation or review of any rating action should use methodologies established by the CRA. Analysts should apply a given methodology in a consistent manner, as determined by the CRA.

1.4 Credit ratings should be assigned by the CRA and not by any individual analyst employed by the CRA; ratings should reflect all information known, and believed to be relevant, to the CRA, consistent with its published methodology; and the CRA should use people who, individually or collectively have appropriate knowledge and experience in developing a rating opinion for the type of credit being applied.

1.5 The CRA should maintain internal records to support its credit opinions for a reasonable period of time or in accordance with applicable law.

1.6 The CRA and its analysts should take steps to avoid issuing any credit analyses or reports that contain misrepresentations or are otherwise misleading as to the general creditworthiness of an issuer or obligation.

1.7 The CRA should ensure that it has and devotes sufficient resources to carry out high-quality credit assessments of all obligations and issuers it rates. When deciding whether to rate or continue rating an obligation or issuer, it should assess whether it is able to devote

sufficient personnel with sufficient skill sets to make a proper rating assessment, and whether its personnel likely will have access to sufficient information needed in order make such an assessment.

1.8 The CRA should structure its rating teams to promote continuity and avoid bias in the rating process.

B. Monitoring and Updating

1.9 Except for ratings that clearly indicate they do not entail ongoing surveillance, once a rating is published the CRA should monitor on an ongoing basis and update the rating by:

- a. regularly reviewing the issuer's creditworthiness;
- b. initiating a review of the status of the rating upon becoming aware of any information that might reasonably be expected to result in a rating action (including termination of a rating), consistent with the applicable rating methodology; and,
- c. updating on a timely basis the rating, as appropriate, based on the results of such review.

1.10 Where a CRA makes its ratings available to the public, the CRA should publicly announce if it discontinues rating an issuer or obligation. Where a CRA's ratings are provided only to its subscribers, the CRA should announce to its subscribers if it discontinues rating an issuer or obligation. In both cases, continuing publications by the CRA of the discontinued rating should indicate the date the rating was last updated and the fact that the rating is no longer being updated.

C. Integrity of the Rating Process

1.11 The CRA and its employees should comply with all applicable laws and regulations governing its activities in each jurisdiction in which it operates.

1.12 The CRA and its employees should deal fairly and honestly with issuers, investors, other market participants, and the public.

1.13 The CRA's analysts should be held to high standards of integrity, and the CRA should not employ individuals with demonstrably compromised integrity.

1.14 The CRA and its employees should not, either implicitly or explicitly, give any assurance or guarantee of a particular rating prior to a rating assessment. This does not preclude a CRA from developing prospective assessments used in structured finance and similar transactions.

1.15 The CRA should institute policies and procedures that clearly specify a person responsible for the CRA's and the CRA's employees' compliance with the provisions of the CRA's code of conduct and with applicable laws and regulations. This person's reporting lines and compensation should be independent of the CRA's rating operations.

1.16 Upon becoming aware that another employee or entity under common control with the CRA is or has engaged in conduct that is illegal, unethical or contrary to the CRA's code of conduct, a CRA employee should report such information immediately to the individual in charge of compliance or an officer of the CRA, as appropriate, so proper action may be taken. A CRA's employees are not necessarily expected to be experts in the law.

Nonetheless, its employees are expected to report the activities that a reasonable person would question. Any CRA officer who receives such a report from a CRA employee is obligated to take appropriate action, as determined by the laws and regulations of the jurisdiction and the rules and guidelines set forth by the CRA. CRA management should prohibit retaliation by other CRA staff or by the CRA itself against any employees who, in good faith, make such reports.

2. CRA INDEPENDENCE AND AVOIDANCE OF CONFLICTS OF INTEREST

A. General

2.1 The CRA should not forbear or refrain from taking a rating action based on the potential effect (economic, political, or otherwise) of the action on the CRA, an issuer, an investor, or other market participant.

2.2 The CRA and its analysts should use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity.

2.3 The determination of a credit rating should be influenced only by factors relevant to the credit assessment.

2.4 The credit rating a CRA assigns to an issuer or security should not be affected by the existence of or potential for a business relationship between the CRA (or its affiliates) and the issuer (or its affiliates) or any other party, or the non-existence of such a relationship.

2.5 The CRA should separate, operationally and legally, its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including consulting businesses, that may present a conflict of interest. The CRA should ensure that ancillary business operations which do not necessarily present conflicts of interest with the CRA's rating business have in place procedures and mechanisms designed to minimize the likelihood that conflicts of interest will arise.

B. CRA Procedures and Policies

2.6 The CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify, and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses the CRA makes or the judgment and analyses of the individuals the CRA employs who have an influence on ratings decisions. The CRA's code of conduct should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.

2.7 The CRA's disclosures of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.

2.8 The CRA should disclose the general nature of its compensation arrangements with rated entities. Where a CRA receives from a rated entity compensation unrelated to its ratings service, such as compensation for consulting services, the CRA should disclose the proportion such non-rating fees constitute against the fees the CRA receives from the entity for ratings services.

2.9 The CRA and its employees should not engage in any securities or derivatives trading presenting conflicts of interest with the CRA's rating activities.

2.10 In instances where rated entities (e.g., governments) have, or are simultaneously pursuing, oversight functions related to the CRA, the CRA should use different employees to conduct its rating actions than those employees involved in its oversight issues.

C. CRA Analyst and Employee Independence

2.11 Reporting lines for CRA employees and their compensation arrangements should be structured to eliminate or effectively manage actual and potential conflicts of interest. The CRA's code of conduct should also state that a CRA analyst will not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that the CRA derives from issuers that the analyst rates or with which the analyst regularly interacts.

2.12 The CRA should not have employees who are directly involved in the rating process initiate, or participate in, discussions regarding fees or payments with any entity they rate.

2.13 No CRA employee should participate in or otherwise influence the determination of the CRA's rating of any particular entity or obligation if the employee:

- a. Owns securities or derivatives of the rated entity, other than holdings in diversified collective investment schemes;
- b. Owns securities or derivatives of any entity related to a rated entity, the ownership of which may cause or may be perceived as causing a conflict of interest, other than holdings in diversified collective investment schemes;
- c. Has had a recent employment or other significant business relationship with the rated entity that may cause or may be perceived as causing a conflict of interest;
- d. Has an immediate relation (i.e., a spouse, partner, parent, child, or sibling) who currently works for the rated entity; or
- e. Has, or had, any other relationship with the rated entity or any related entity thereof that may cause or may be perceived as causing a conflict of interest.

2.14 The CRA's analysts and anyone involved in the rating process (or their spouse, partner or minor children) should not buy or sell or engage in any transaction in any security or derivative based on a security issued, guaranteed, or otherwise supported by any entity within such analyst's area of primary analytical responsibility, other than holdings in diversified collective investment schemes.

2.15 CRA employees should be prohibited from soliciting money, gifts or favors from anyone with whom the CRA does business and should be prohibited from accepting gifts offered in the form of cash or any gifts exceeding a minimal monetary value.

2.16 Any CRA analyst who becomes involved in any personal relationship that creates the potential for any real or apparent conflict of interest (including, for example, any personal relationship with an employee of a rated entity or agent of such entity within his or her area of analytic responsibility), should be required to disclose such relationship to the appropriate manager or officer of the CRA, as determined by the CRA's compliance policies.

3. CRA RESPONSIBILITIES TO THE INVESTING PUBLIC AND ISSUERS

A. Transparency and Timeliness of Ratings Disclosure

3.1 The CRA should distribute in a timely manner its ratings decisions regarding the entities and securities it rates.

3.2 The CRA should publicly disclose its policies for distributing ratings, reports and updates.

3.3 The CRA should indicate with each of its ratings when the rating was last updated.

3.4 Except for "private ratings" provided only to the issuer, the CRA should disclose to the public, on a non-selective basis and free of charge, any rating regarding publicly issued securities, or public issuers themselves, as well as any subsequent decisions to discontinue such a rating, if the rating action is based in whole or in part on material non-public information.

3.5 The CRA should publish sufficient information about its procedures, methodologies and assumptions (including financial statement adjustments that deviate materially from those contained in the issuer's published financial statements) so that outside parties can understand how a rating was arrived at by the CRA. This information will include (but not be limited to) the meaning of each rating category and the definition of default or recovery, and the time horizon the CRA used when making a rating decision.

3.6 When issuing or revising a rating, the CRA should explain in its press releases and reports the key elements underlying the rating opinion.

3.7 Where feasible and appropriate, prior to issuing or revising a rating, the CRA should inform the issuer of the critical information and principal considerations upon which a rating will be based and afford the issuer an opportunity to clarify any likely factual misperceptions or other matters that the CRA would wish to be made aware of in order to produce an accurate rating. The CRA will duly evaluate the response. Where in particular circumstances the CRA

has not informed the issuer prior to issuing or revising a rating, the CRA should inform the issuer as soon as practical thereafter and, generally, should explain the reason for the delay.

3.8 In order to promote transparency and to enable the market to best judge the performance of the ratings, the CRA, where possible, should publish sufficient information about the historical default rates of CRA rating categories and whether the default rates of these categories have changed over time, so that interested parties can understand the historical performance of each category and if and how rating categories have changed, and be able to draw quality comparisons among ratings given by different CRAs. If the nature of the rating or other circumstances make a historical default rate inappropriate, statistically invalid, or otherwise likely to mislead the users of the rating, the CRA should explain this.

3.9 For each rating, the CRA should disclose whether the issuer participated in the rating process. Each rating not initiated at the request of the issuer should be identified as such. The CRA should also disclose its policies and procedures regarding unsolicited ratings.

3.10 Because users of credit ratings rely on an existing awareness of CRA methodologies, practices, procedures and processes, the CRA should fully and publicly disclose any material modification to its methodologies and significant practices, procedures, and processes. Where feasible and appropriate, disclosure of such material modifications should be made prior to their going into effect. The CRA should carefully consider the various uses of credit ratings before modifying its methodologies, practices, procedures and processes.

B. The Treatment of Confidential Information

3.11 The CRA should adopt procedures and mechanisms to protect the confidential nature of information shared with them by issuers under the terms of a confidentiality agreement or otherwise under a mutual understanding that the information is shared confidentially. Unless otherwise permitted by the confidentiality agreement and consistent with applicable laws or regulations, the CRA and its employees should not disclose confidential information in press releases, through research conferences, to future employers, or in conversations with investors, other issuers, other persons, or otherwise.

3.12 The CRA should use confidential information only for purposes related to its rating activities or otherwise in accordance with any confidentiality agreements with the issuer.

3.13 CRA employees should take all reasonable measures to protect all property and records belonging to or in possession of the CRA from fraud, theft or misuse.

3.14 CRA employees should be prohibited from engaging in transactions in securities when they possess confidential information concerning the issuer of such security.

3.15 In preservation of confidential information, CRA employees should familiarize themselves with the internal securities trading policies maintained by their employer, and periodically certify their compliance as required by such policies.

3.16 CRA employees should not selectively disclose any non-public information about rating opinions or possible future rating actions of the CRA, except to the issuer or its designated agents.

3.17 CRA employees should not share confidential information entrusted to the CRA with employees of any affiliated entities that are not CRAs. CRA employees should not share confidential information within the CRA except on an “as needed” basis.

3.18 CRA employees should not use or share confidential information for the purpose of trading securities, or for any other purpose except the conduct of the CRA’s business.

4. DISCLOSURE OF THE CODE OF CONDUCT AND COMMUNICATION WITH MARKET PARTICIPANTS

4.1 The CRA should disclose to the public its code of conduct and describe how the provisions of its code of conduct fully implement the provisions of the IOSCO Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies and the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. If a CRA’s code of conduct deviates from the IOSCO provisions, the CRA should explain where and why these deviations exist, and how any deviations nonetheless achieve the objectives contained in the IOSCO provisions. The CRA should also describe generally how it intends to enforce its code of conduct and should disclose on a timely basis any changes to its code of conduct or how it is implemented and enforced.

4.2 The CRA should establish a function within its organization charged with communicating with market participants and the public about any questions, concerns or complaints that the CRA may receive. The objective of this function should be to help ensure that the CRA's officers and management are informed of those issues that the CRA's officers and management would want to be made aware of when setting the organization's policies.

Source: (The technical Committee of the international organization of securities commissions, 2004, pp.1-12).

Annexe II : Premier amendement de la Constitution américaine

Amendment I

Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the government for a redress of grievances.

Source: https://www.law.cornell.edu/constitution/first_amendment (Consulté le 28/04/2015).

Annexe III : Définition de la note émetteur, note d'émission et la note de recouvrement

Trois types de notes

La **note d'émetteur**, qui mesure la qualité globale de signature d'un émetteur de dette.

La **note d'émission**, qui est spécifique à chaque titre de dette émis sur le marché obligataire. Un même émetteur peut ainsi avoir émis plusieurs obligations qui ont des ratings différents. Ces différentiels de notes sont généralement dus aux garanties ou clauses spécifiques que présentent certains titres.

La **note de recouvrement**, qui mesure le risque de non-recouvrement associé à un titre.

Source : (Gaillard, 2010, p.19).

Annexe IV : Réglementation financière de 1931 sur les agences de notation

Revenons au mois de septembre 1931. Les États-Unis s'enfoncent dans la crise : les cours des actions et des obligations ont fortement chuté. L'indice Dow Jones a perdu plus de 63 % entre septembre 1929 et août 1931. Afin d'enrayer cet effondrement des cours qui touche indistinctement les valeurs sans risque et les valeurs spéculatives, l'**Office of the Comptroller of the Currency (OCC)**, la première autorité de régulation américaine de l'époque, décide de faire reposer l'une de ses réglementations sur les notations financières. Celle-ci précise que toute banque américaine doit désormais valoriser les titres qu'elle détient en portefeuille en fonction de leur notation. D'une part, l'ensemble des obligations d'État et des titres émis par les collectivités locales américaines, quelle que soit leur notation, ainsi que les obligations des entités domestiques privées et de tous les émetteurs étrangers notées dans l'une des quatre premières catégories de notation doivent être comptabilisés à leur valeur nominale. D'autre part, les titres des émetteurs domestiques privés et de tous les émetteurs étrangers ayant une note inférieure doivent être valorisés au prix du marché, ce qui implique une décote. Cette réglementation avait donc pour objectif d'éviter que des titres de « bonne qualité » ne se déprécient pour des raisons simplement conjoncturelles.

En ce début du mois de septembre 1931, l'intégration des notations dans les réglementations financières est d'autant plus légitime qu'elles présentent alors trois grands avantages. D'abord, leur usage est déjà largement répandu au sein de la communauté financière américaine. La notation est apparue en 1909 et constitue depuis deux décennies un outil précieux pour des fonds d'investissement de plus en plus nombreux qui doivent faire face à un afflux croissant d'émissions obligataires corporates et souveraines. Ensuite, les agences de notation ne peuvent être suspectées d'être au cœur de conflits d'intérêts car ce sont les investisseurs qui les rémunèrent via l'achat des manuels contenant les notations (c'est le principe de « l'investisseur-payeur »).

Celles-ci sont alors non sollicitées, c'est-à-dire qu'elles sont attribuées sans le consentement des émetteurs de dette. Enfin, les agences de notation n'ont pas encore mené d'actions procycliques puisqu'elles n'ont procédé qu'à un nombre faible de dégradations de notes.

Les notations financières sont donc perçues comme des opinions objectives, relativement fiables et susceptibles d'enrayer un marché baissier.

Durant les années d'après-guerre et en particulier à partir des années 1980, la Securities and Exchange Commission (SEC) et d'autres organismes de régulation financière américains et européens vont promulguer de plus en plus de réglementations reposant sur les notations.

Source : (Gaillard, 2011, pp. 74-75).

Annexe V : Risque de liquidité et risque de solvabilité

Le risque de liquidité constitue la difficulté pour un débiteur de lever des fonds à court terme afin d'honorer ses obligations financières. Le risque de solvabilité renvoie directement à l'incapacité de remboursement d'une dette. Le risque de liquidité, qui est susceptible d'apparaître lorsque le débiteur peine à se refinancer et à céder rapidement des actifs peu liquides (biens immobiliers, titres de créance ou de propriété trouvant difficilement preneur à court terme), peut rapidement dégénérer en crise de solvabilité si les liquidités disponibles se révèlent insuffisantes pour couvrir le paiement de la dette.

Les mesures permettant d'éviter qu'une crise de liquidité ne s'amplifie et ne devienne une crise de solvabilité sont de plusieurs ordres. Le plus souvent, les banques centrales réduisent les taux d'intérêt et injectent des liquidités sur le marché interbancaire afin de ne pas interrompre le financement de l'économie. Ensuite les autorités de supervision bancaire sont susceptibles de relâcher les exigences de fonds propres imposées aux établissements de crédit, de sorte que ces derniers aient plus de latitude pour prêter.

Source : (Gaillard, 2010, p.18).

Annexe VI : Le Credit Rating Agency Reform Act de septembre 2006

S. 3850

One Hundred Ninth Congress
of the
United States of America

AT THE SECOND SESSION

*Began and held at the City of Washington on Tuesday,
the third day of January, two thousand and six*

An Act

To improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest
by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating
agency industry.

*Be it enacted by the Senate and House of Representatives of
the United States of America in Congress assembled,*

SECTION 1. SHORT TITLE.

This Act may be cited as the “Credit Rating Agency Reform Act of 2006”.

SEC. 2. FINDINGS.

Upon the basis of facts disclosed by the record and report of the Securities and Exchange Commission made pursuant to section 702 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (116 Stat. 797), hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate and the Committee on Financial Services of the House of Representatives during the 108th and 109th Congresses, comment letters to the concept releases and proposed rules of the Commission, and facts otherwise disclosed and ascertained, Congress finds that credit rating agencies are of national importance, in that, among other things—

- (1) their ratings, publications, writings, analyses, and reports are furnished and distributed, and their contracts, subscription agreements, and other arrangements with clients are negotiated and performed, by the use of the mails and other means and instrumentalities of interstate commerce;
- (2) their ratings, publications, writings, analyses, and reports customarily relate to the purchase and sale of securities traded on securities exchanges and in interstate over-the-counter markets, securities issued by companies engaged in business in interstate commerce, and securities issued by national banks and member banks of the Federal Reserve System;
- (3) the foregoing transactions occur in such volume as substantially to affect interstate commerce, the securities markets, the national banking system, and the national economy;
- (4) the oversight of such credit rating agencies serves the compelling interest of investor protection;
- (5) the 2 largest credit rating agencies serve the vast majority of the market, and additional competition is in the public interest; and
- (6) the Commission has indicated that it needs statutory authority to oversee the credit rating industry.

S. 3850—2

SEC. 3. DEFINITIONS.

(a) SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.—Section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)) is amended by adding at the end the following new paragraphs:

“(60) CREDIT RATING.—The term ‘credit rating’ means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments.

“(61) CREDIT RATING AGENCY.—The term ‘credit rating agency’ means any person—
 “(A) engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company; “(B) employing either a quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings; and “(C) receiving fees from either issuers, investors, or other market participants, or a combination thereof.

“(62) **NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATION.**—The term ‘nationally recognized statistical rating organization’ means a credit rating agency that

“(A) has been in business as a credit rating agency for at least the 3 consecutive years immediately preceding the date of its application for registration under section 15E;

“(B) issues credit ratings certified by qualified institutional buyers, in accordance with section 15E(a)(1)(B)(ix), with respect to—

“(i) financial institutions, brokers, or dealers;

“(ii) insurance companies;

“(iii) corporate issuers;

“(iv) issuers of asset-backed securities (as that term is defined in section 1101(c) of part 229 of title 17, Code of Federal Regulations, as in effect on the date of enactment of this paragraph);

“(v) issuers of government securities, municipal securities, or securities issued by a foreign government; or

“(vi) a combination of one or more categories of obligors described in any of clauses (i) through (v); and

“(C) is registered under section 15E.

“(63) **PERSON ASSOCIATED WITH A NATIONALLY RECOGNIZED**

STATISTICAL RATING ORGANIZATION.—The term ‘person associated with’ a nationally recognized statistical rating organization means any partner, officer, director, or branch manager of a nationally recognized statistical rating organization (or any person occupying a similar status or performing similar functions), any person directly or indirectly controlling, controlled by, or under common control with a nationally recognized statistical rating organization, or any employee of a nationally recognized statistical rating organization.

“(64) **QUALIFIED INSTITUTIONAL BUYER.**—The term ‘qualified institutional buyer’ has the meaning given such term in section 230.144A(a) of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto.’’.

(b) **APPLICABLE DEFINITIONS.**—As used in this Act—

S. 3850—3

(1) the term “Commission” means the Securities and Exchange Commission; and

(2) the term “nationally recognized statistical rating organization” has the same meaning as in section 3(a)(62) of the Securities Exchange Act of 1934, as added by this Act.

SEC. 4. REGISTRATION OF NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS.

(a) AMENDMENT.—The Securities Exchange Act of 1934 is amended by inserting after section 15D (15 U.S.C. 78o–6) the following new section:

“SEC. 15E. REGISTRATION OF NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS.

“(a) REGISTRATION PROCEDURES.—

“(1) APPLICATION FOR REGISTRATION.—

“(A) IN GENERAL.—A credit rating agency that elects to be treated as a nationally recognized statistical rating organization for purposes of this title (in this section referred to as the ‘applicant’), shall furnish to the Commission an application for registration, in such form as the Commission shall require, by rule or regulation issued in accordance with subsection (n), and containing the information described in subparagraph (B).

“(B) REQUIRED INFORMATION.—An application for registration under this section shall contain information regarding—

“(i) credit ratings performance measurement statistics over short-term, mid-term, and long-term periods (as applicable) of the applicant;

“(ii) the procedures and methodologies that the applicant uses in determining credit ratings;

“(iii) policies or procedures adopted and implemented by the applicant to prevent the misuse, in violation of this title (or the rules and regulations hereunder), of material, nonpublic information;

“(iv) the organizational structure of the applicant;

“(v) whether or not the applicant has in effect a code of ethics, and if not, the reasons therefor;

“(vi) any conflict of interest relating to the issuance of credit ratings by the applicant;

“(vii) the categories described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B) with respect to which the applicant intends to apply for registration under this section;

“(viii) on a confidential basis, a list of the 20 largest issuers and subscribers that use the credit rating services of the applicant, by amount of net revenues received therefrom in the fiscal year immediately preceding

the date of submission of the application;

“(ix) on a confidential basis, as to each applicable category of obligor described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B), written certifications described in subparagraph (C), except as provided in subparagraph (D); and

“(x) any other information and documents concerning the applicant and any person associated with such applicant as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

S. 3850—4

“(C) WRITTEN CERTIFICATIONS.—Written certifications required by subparagraph (B)(ix)—

“(i) shall be provided from not fewer than 10 qualified institutional buyers, none of which is affiliated with the applicant;

“(ii) may address more than one category of obligors described in any of clauses (i) through (v) of section

3(a)(62)(B);

“(iii) shall include not fewer than 2 certifications for each such category of obligor; and

“(iv) shall state that the qualified institutional buyer—

“(I) meets the definition of a qualified institutional buyer under section 3(a)(64); and

“(II) has used the credit ratings of the applicant for at least the 3 years immediately preceding the date of the certification in the subject category or categories of obligors.

“(D) EXEMPTION FROM CERTIFICATION REQUIREMENT.—

A written certification under subparagraph (B)(ix) is not required with respect to any credit rating agency which has received, or been the subject of, a no-action letter from the staff of the Commission prior to August 2, 2006, stating that such staff would not recommend enforcement action against any broker or dealer that considers credit ratings issued by such credit rating agency to be ratings from a nationally recognized statistical rating organization.

“(E) LIMITATION ON LIABILITY OF QUALIFIED INSTITUTIONAL

BUYERS.—No qualified institutional buyer shall be liable in any private right of action for any opinion or statement expressed in a certification made pursuant to subparagraph (B)(ix).

“(2) REVIEW OF APPLICATION.—

“(A) INITIAL DETERMINATION.—Not later than 90 days after the date on which the application for registration is furnished to the Commission under paragraph (1) (or within such longer period as to which the applicant consents) the Commission shall—

“(i) by order, grant such registration for ratings in the subject category or categories of obligors, as described in clauses (i) through (v) of section

3(a)(62)(B); or

“(ii) institute proceedings to determine whether registration should be denied.

“(B) CONDUCT OF PROCEEDINGS.—

“(i) CONTENT.—Proceedings referred to in subparagraph

(A)(ii) shall—

“(I) include notice of the grounds for denial under consideration and an opportunity for hearing; and

“(II) be concluded not later than 120 days after the date on which the application for registration is furnished to the Commission under paragraph (1).

S. 3850—5

“(ii) DETERMINATION.—At the conclusion of such proceedings, the Commission, by order, shall grant or deny such application for registration.

“(iii) EXTENSION AUTHORIZED.—The Commission may extend the time for conclusion of such proceedings for not longer than 90 days, if it finds good cause for such extension and publishes its reasons for so finding, or for such longer period as to which the applicant consents.

“(C) GROUNDS FOR DECISION.—The Commission shall grant registration under this subsection—

“(i) if the Commission finds that the requirements of this section are satisfied; and

“(ii) unless the Commission finds (in which case the Commission shall deny such registration) that—

“(I) the applicant does not have adequate financial and managerial resources to consistently produce credit ratings with integrity and to materially comply with the procedures and methodologies disclosed under paragraph (1)(B) and with subsections

(g), (h), (i), and (j); or

“(II) if the applicant were so registered, its registration would be subject to suspension or revocation under subsection (d).

“(3) PUBLIC AVAILABILITY OF INFORMATION.—Subject to section 24, the Commission shall, by rule, require a nationally recognized statistical rating organization, upon the granting of registration under this section, to make the information and documents submitted to the Commission in its completed application for registration, or in any amendment submitted under paragraph (1) or (2) of subsection (b), publicly available on its website, or through another comparable, readily accessible means, except as provided in clauses (viii) and (ix) of paragraph (1)(B).

“(b) UPDATE OF REGISTRATION.—

“(1) UPDATE.—Each nationally recognized statistical rating organization shall promptly amend its application for registration under this section if any information or document provided therein becomes materially inaccurate, except that a nationally recognized statistical rating organization is not required to amend—

“(A) the information required to be furnished under subsection (a)(1)(B)(i) by furnishing information under this paragraph, but shall amend such information in the annual submission of the organization under paragraph (2) of this subsection; or

“(B) the certifications required to be provided under subsection (a)(1)(B)(ix) by furnishing information under this paragraph.

“(2) CERTIFICATION.—Not later than 90 days after the end of each calendar year, each nationally recognized statistical rating organization shall furnish to the Commission an amendment to its registration, in such form as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors—

S. 3850—6

“(A) certifying that the information and documents in the application for registration of such nationally recognized statistical rating organization (other than the certifications required under subsection (a)(1)(B)(ix)) continue to be accurate; and

“(B) listing any material change that occurred to such information or documents during the previous calendar year.

“(c) ACCOUNTABILITY FOR RATINGS PROCEDURES.—

“(1) AUTHORITY.—The Commission shall have exclusive authority to enforce the provisions of this section in accordance with this title with respect to any nationally recognized statistical rating organization, if such nationally recognized statistical rating organization issues credit ratings in material contravention of those procedures relating to such nationally recognized statistical rating organization, including procedures relating to the prevention of misuse of nonpublic information and conflicts of interest, that such nationally recognized statistical rating organization—

“(A) includes in its application for registration under subsection (a)(1)(B)(ii); or

“(B) makes and disseminates in reports pursuant to section 17(a) or the rules and regulations thereunder.

“(2) LIMITATION.—The rules and regulations that the Commission may prescribe pursuant to this title, as they apply to nationally recognized statistical rating organizations, shall be narrowly tailored to meet the requirements of this title applicable to nationally recognized statistical rating organizations.

Notwithstanding any other provision of law, neither the Commission nor any State (or political subdivision thereof) may regulate the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which any nationally recognized statistical rating organization determines credit ratings.

“(d) CENSURE, DENIAL, OR SUSPENSION OF REGISTRATION;

NOTICE AND HEARING.—The Commission, by order, shall censure, place limitations on the activities, functions, or operations of, suspend for a period not exceeding 12 months, or revoke the registration of any nationally recognized statistical rating organization if the Commission finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that such censure, placing of limitations, suspension, or revocation is necessary for the protection of investors and in the public interest and that such nationally recognized statistical rating organization, or any person associated with such an organization, whether prior to or subsequent to becoming so associated—

“(1) has committed or omitted any act, or is subject to an order or finding, enumerated in subparagraph (A), (D), (E),

(H), or (G) of section 15(b)(4), has been convicted of any offense specified in section 15(b)(4)(B), or is enjoined from any action, conduct, or practice specified in subparagraph (C) of section 15(b)(4), during the 10-year period preceding the date of commencement of the proceedings under this subsection, or at any time thereafter;

“(2) has been convicted during the 10-year period preceding the date on which an application for registration is furnished to the Commission under this section, or at any time thereafter, of—

S. 3850—7

“(A) any crime that is punishable by imprisonment for 1 or more years, and that is not described in section 15(b)(4)(B); or

“(B) a substantially equivalent crime by a foreign court of competent jurisdiction;

“(3) is subject to any order of the Commission barring or suspending the right of the person to be associated with a nationally recognized statistical rating organization;

“(4) fails to furnish the certifications required under subsection (b)(2); or

“(5) fails to maintain adequate financial and managerial resources to consistently produce credit ratings with integrity.

“(e) TERMINATION OF REGISTRATION.—

“(1) VOLUNTARY WITHDRAWAL.—A nationally recognized statistical rating organization may, upon such terms and conditions as the Commission may establish as necessary in the public interest or for the protection of investors, withdraw from registration by furnishing a written notice of withdrawal to the Commission.

“(2) COMMISSION AUTHORITY.—In addition to any other authority of the Commission under this title, if the Commission finds that a nationally recognized statistical rating organization is no longer in existence or has ceased to do business as a credit rating agency, the Commission, by order, shall cancel the registration under this section of such nationally recognized statistical rating organization.

“(f) REPRESENTATIONS.—

“(1) BAN ON REPRESENTATIONS OF SPONSORSHIP BY UNITED

STATES OR AGENCY THEREOF.—It shall be unlawful for any nationally recognized statistical rating organization to represent or imply in any manner whatsoever that such nationally recognized statistical rating organization has been designated, sponsored, recommended, or approved, or that the abilities or qualifications thereof have in any respect been passed upon, by the United States or any agency, officer, or employee thereof.

“(2) BAN ON REPRESENTATION AS NRSRO OF UNREGISTERED

CREDIT RATING AGENCIES.—It shall be unlawful for any credit rating agency that is not registered under this section as a nationally recognized statistical rating organization to state that such credit rating agency is a nationally recognized statistical rating organization registered under this title.

“(3) STATEMENT OF REGISTRATION UNDER SECURITIES

EXCHANGE ACT OF 1934 PROVISIONS.—No provision of paragraph

(1) shall be construed to prohibit a statement that a nationally recognized statistical rating organization is a nationally recognized statistical rating organization under this title, if such statement is true in fact and if the effect of such registration is not misrepresented.

“(g) PREVENTION OF MISUSE OF NONPUBLIC INFORMATION.—

“(1) ORGANIZATION POLICIES AND PROCEDURES.—Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed, taking into consideration the nature of the business of such nationally recognized statistical rating organization, to prevent the misuse in violation of this title, or the rules or regulations hereunder, of material, nonpublic information by such nationally recognized statistical rating organization or any person associated with such nationally recognized statistical rating organization.

S. 3850—8

“(2) COMMISSION AUTHORITY.—The Commission shall issue final rules in accordance with subsection (n) to require specific policies or procedures that are reasonably designed to prevent misuse in violation of this title (or the rules or regulations hereunder) of material, nonpublic information.

“(h) MANAGEMENT OF CONFLICTS OF INTEREST.—

“(1) ORGANIZATION POLICIES AND PROCEDURES.—Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed, taking into consideration the nature of the business of such nationally recognized statistical rating organization and affiliated persons and affiliated

companies thereof, to address and manage any conflicts of interest that can arise from such business.

“(2) COMMISSION AUTHORITY.—The Commission shall issue final rules in accordance with subsection (n) to prohibit, or require the management and disclosure of, any conflicts of interest relating to the issuance of credit ratings by a nationally recognized statistical rating organization, including, without limitation, conflicts of interest relating to—

“(A) the manner in which a nationally recognized statistical rating organization is compensated by the obligor, or any affiliate of the obligor, for issuing credit ratings or providing related services;

“(B) the provision of consulting, advisory, or other services by a nationally recognized statistical rating organization, or any person associated with such nationally recognized statistical rating organization, to the obligor, or any affiliate of the obligor;

“(C) business relationships, ownership interests, or any other financial or personal interests between a nationally recognized statistical rating organization, or any person associated with such nationally recognized statistical rating organization, and the obligor, or any affiliate of the obligor;

“(D) any affiliation of a nationally recognized statistical rating organization, or any person associated with such nationally recognized statistical rating organization, with any person that underwrites the securities or money market instruments that are the subject of a credit rating; and

“(E) any other potential conflict of interest, as the Commission deems necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

“(i) PROHIBITED CONDUCT.—

“(1) PROHIBITED ACTS AND PRACTICES.—The Commission shall issue final rules in accordance with subsection (n) to prohibit any act or practice relating to the issuance of credit ratings by a nationally recognized statistical rating organization that the Commission determines to be unfair, coercive, or abusive, including any act or practice relating to—

“(A) conditioning or threatening to condition the issuance of a credit rating on the purchase by the obligor or an affiliate thereof of other services or products, including pre-credit rating assessment products, of the nationally recognized statistical rating organization or any person associated with such nationally recognized statistical rating organization;

S. 3850—9

“(B) lowering or threatening to lower a credit rating on, or refusing to rate, securities or money market instruments issued by an asset pool or as part of any asset-backed or mortgage-backed securities transaction, unless a portion of the assets within such pool or part of such transaction, as applicable, also is rated by the nationally recognized statistical rating organization; or

“(C) modifying or threatening to modify a credit rating or otherwise departing from its adopted systematic procedures and methodologies in determining credit ratings, based on whether the obligor, or an affiliate of the obligor, purchases or will purchase the credit rating or any other service or product of the nationally recognized statistical rating organization or any person associated with such organization.

“(2) RULE OF CONSTRUCTION.—Nothing in paragraph (1), or in any rules or regulations adopted thereunder, may be construed to modify, impair, or supersede the operation of any of the antitrust laws (as defined in the first section of the Clayton Act, except that such term includes section 5 of the Federal Trade Commission Act, to the extent that such section 5 applies to unfair methods of competition).

“(j) DESIGNATION OF COMPLIANCE OFFICER.—Each nationally recognized statistical rating organization shall designate an individual responsible for administering the policies and procedures that are required to be established pursuant to subsections (g) and (h), and for ensuring compliance with the securities laws and the rules and regulations thereunder, including those promulgated by the Commission pursuant to this section.

“(k) STATEMENTS OF FINANCIAL CONDITION.—Each nationally recognized statistical rating organization shall, on a confidential basis, furnish to the Commission, at intervals determined by the Commission, such financial statements, certified (if required by the rules or regulations of the Commission) by an independent public accountant, and information concerning its financial condition, as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

“(l) SOLE METHOD OF REGISTRATION.—

“(1) IN GENERAL.—On and after the effective date of this section, a credit rating agency may only be registered as a nationally recognized statistical rating organization for any purpose in accordance with this section.

“(2) PROHIBITION ON RELIANCE ON NO-ACTION RELIEF.—On and after the effective date of this section—

“(A) an entity that, before that date, received advice, approval, or a no-action letter from the Commission or staff thereof to be treated as a nationally recognized statistical rating organization pursuant to the Commission rule at section 240.15c3–1 of title 17, Code of Federal Regulations, may represent itself or act as a nationally recognized statistical rating organization only—

“(i) during Commission consideration of the application, if such entity has furnished an application for registration under this section; and “(ii) on and after the date of approval of its application for registration under this section; and

S. 3850—10

“(B) the advice, approval, or no-action letter described in subparagraph (A) shall be void.

“(3) NOTICE TO OTHER AGENCIES.—Not later than 30 days after the date of enactment of this section, the Commission shall give notice of the actions undertaken pursuant to this section to each Federal agency which employs in its rules and regulations the term ‘nationally recognized statistical rating organization’ (as that term is used under Commission rule 15c3–1 (17 C.F.R. 240.15c3–1), as in effect on the date of enactment of this section).

“(m) RULES OF CONSTRUCTION.—

“(1) NO WAIVER OF RIGHTS, PRIVILEGES, OR DEFENSES.—Registration under and compliance with this section does not constitute a waiver of, or otherwise diminish, any right, privilege, or defense that a nationally recognized statistical rating organization may otherwise have under any provision of State or Federal law, including any rule, regulation, or order thereunder.

“(2) NO PRIVATE RIGHT OF ACTION.—Nothing in this section may be construed as creating any private right of action, and no report furnished by a nationally recognized statistical rating organization in accordance with this section or section 17 shall create a private right of action under section 18 or any other provision of law.

“(n) REGULATIONS.—

“(1) NEW PROVISIONS.—Such rules and regulations as are required by this section or are otherwise necessary to carry out this section, including the application form required under subsection (a)—

“(A) shall be issued by the Commission in final form, not later than 270 days after the date of enactment of this section; and

“(B) shall become effective not later than 270 days after the date of enactment of this section.

“(2) REVIEW OF EXISTING REGULATIONS.—Not later than 270 days after the date of enactment of this section, the Commission shall—

“(A) review its existing rules and regulations which employ the term ‘nationally recognized statistical rating organization’ or ‘NRSRO’; and

“(B) amend or revise such rules and regulations in accordance with the purposes of this section, as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

“(o) NRSROS SUBJECT TO COMMISSION AUTHORITY.—

“(1) IN GENERAL.—No provision of the laws of any State or political subdivision thereof requiring the registration, licensing, or qualification as a credit rating agency or a nationally recognized statistical rating organization shall apply to any nationally recognized statistical rating organization or person employed by or working under the control of a nationally recognized statistical rating organization.

“(2) LIMITATION.—Nothing in this subsection prohibits the securities commission (or any agency or office performing like functions) of any State from investigating and bringing an enforcement action with respect to fraud or deceit against any nationally recognized statistical

rating organization or person associated with a nationally recognized statistical rating organization.

S. 3850—11

“(p) APPLICABILITY.—This section, other than subsection (n), which shall apply on the date of enactment of this section, shall apply on the earlier of—

“(1) the date on which regulations are issued in final form under subsection (n)(1); or

“(2) 270 days after the date of enactment of this section.”.

(b) CONFORMING AMENDMENTS.—

(1) SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.—The Securities

Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78 et seq.) is amended—

(A) in section 15(b)(4) (15 U.S.C. 78o(b)(4))—

(i) in subparagraph (B)(ii), by inserting “nationally recognized statistical rating organization,” after “transfer agent,”; and

(ii) in subparagraph (C), by inserting “nationally recognized statistical rating organization,” after “transfer agent,”; and

(B) in section 21B(a) (15 U.S.C. 78u–2(a)), by inserting “15E,” after “15C,”.

(2) INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940.—The Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a et seq.) is amended—

(A) in section 2(a) (15 U.S.C. 80a–2(a)), by adding at the end the following new paragraph: “(53) The term ‘credit rating agency’ has the same meaning as in section 3 of the Securities Exchange Act of 1934.”; and

(B) in section 9(a) (15 U.S.C. 80a–9(a))—

(i) in paragraph (1), by inserting “credit rating agency,” after “transfer agent,”; and

(ii) in paragraph (2), by inserting “credit rating agency,” after “transfer agent,”.

(3) INVESTMENT ADVISERS ACT OF 1940.—The Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b et seq.) is amended—

(A) in section 202(a) (15 U.S.C. 80b–2(a)), by adding at the end the following new paragraph:

“(28) The term ‘credit rating agency’ has the same meaning as in section 3 of the Securities Exchange Act of 1934.”;

(B) in section 202(a)(11) (15 U.S.C. 80b–2(a)(11)), by striking “or (F)” and inserting the following: “(F) any nationally recognized statistical rating organization, as that term is defined in section 3(a)(62) of the Securities Exchange Act of 1934, unless such organization engages in issuing recommendations as to purchasing, selling, or holding securities or in managing assets, consisting in whole or in part of securities, on behalf of others; or (G)”;

(C) in section 203(e) (15 U.S.C. 80b–3(e))—

(i) in paragraph (2)(B), by inserting “credit rating agency,” after “transfer agent,”; and

(ii) in paragraph (4), by inserting “credit rating agency,” after “transfer agent,”.

(4) HOUSING AND COMMUNITY DEVELOPMENT ACT OF 1992.—Section 1319 of the Housing and Community Development Act of 1992 (12 U.S.C. 4519) is amended by striking “effectively” and all that follows through “broker-dealers” and inserting “that is a nationally recognized statistical rating organization, as such term is defined in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934”.

S. 3850—12

(5) HIGHER EDUCATION ACT OF 1965.—Section 439(r)(15)(A) of the Higher Education Act of 1965 (20 U.S.C. 1087–2(r)(15)(A)) is amended by striking “means any entity recognized as such by the Securities and Exchange Commission” and inserting “means any nationally recognized statistical rating organization, as that term is defined in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934”.

(6) TITLE 23.—Section 181(11) of title 23, United States Code, is amended by striking “identified by the Securities and Exchange Commission as a nationally recognized statistical rating organization” and inserting “registered with the Securities and Exchange Commission as a nationally recognized statistical rating organization, as that term is defined in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934”.

SEC. 5. ANNUAL AND OTHER REPORTS.

Section 17(a)(1) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78q(a)(1)) is amended—

- (1) by inserting “nationally recognized statistical rating organization,” after “registered transfer agent,”; and
- (2) by adding at the end the following: “Any report that a nationally recognized statistical rating organization is required by Commission rules under this paragraph to make and disseminate to the Commission shall be deemed furnished to the Commission.”.

SEC. 6. COMMISSION ANNUAL REPORT.

The Commission shall submit an annual report to the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate and the Committee on Financial Services of the House of Representatives that, with respect to the year to which the report relates—

- (1) identifies applicants for registration under section 15E of the Securities Exchange Act of 1934, as added by this Act;
- (2) specifies the number of and actions taken on such applications; and
- (3) specifies the views of the Commission on the state of competition, transparency, and conflicts of interest among nationally recognized statistical rating organizations.

SEC. 7. GAO STUDY AND REPORT REGARDING NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS.

(a) STUDY REQUIRED.—The Comptroller General of the United States shall conduct a study—

- (1) to determine the impact of this Act and the amendments made by this Act on—
 - (A) the quality of credit ratings issued by nationally recognized statistical ratings organizations;
 - (B) the financial markets;
 - (C) competition among credit rating agencies;

(D) the incidence of inappropriate conflicts of interest and sales practices by nationally recognized statistical rating organizations;

(E) the process for registering as a nationally recognized statistical rating organization; and

S. 3850—13

(F) such other matters relevant to the implementation of this Act and the amendments made by this Act, as the Comptroller General deems necessary to bring to the attention of the Congress;

(2) to identify problems, if any, that have resulted from the implementation of this Act and the amendments made by this Act; and

(3) to recommend solutions, including any legislative or regulatory solutions, to any problems identified under paragraphs (1) and (2).

(b) REPORT REQUIRED.—Not earlier than 3 years nor later than 4 years after the date of enactment of this Act, the Comptroller General shall submit a report on the results of the study required by this section to the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate and the Committee on Financial Services of the House of Representatives.

Speaker of the House of Representatives.

Vice President of the United States and

President of the Senate

Source: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-109s3850enr/pdf/BILLS-109s3850enr.pdf>

(Consulté le 09/05/2015).