

## Louvain School of Management

# Les agences de notation : Etat des lieux de l'industrie, analyse de la réglementation les encadrant et pistes de solutions pour l'avenir.

Mémoire recherche réalisé par  
**Loïc Foguette**  
**Francois Poukens-Renwart**

en vue de l'obtention du titre de  
**Master 120 crédits en Ingénieur de gestion, à finalité spécialisée**  
**Master 120 crédits en Sciences de gestion, à finalité spécialisée**

Promoteur  
**Philippe Lambrecht**

Année académique 2017-2018



## Remerciements :

Tout d'abord, nous voulons remercier notre promoteur, le professeur Philippe Lambrecht, qui malgré un emploi du temps chargé a été disponible à chacune de nos demandes. Celui-ci a su répondre à toutes nos questions et nous aiguiller de manière judicieuse.

Nous sommes également reconnaissant envers Madame Sandrine Georges qui a facilité la communication avec le professeur Lambrecht.

Nous exprimons également notre profonde gratitude envers tout le corps académique de la faculté ESPO et de la Louvain School of Management qui a développé notre sens critique et nos connaissances.

Nous remercions nos familles et plus particulièrement nos parents qui nous accompagnés et nous ont soutenus lors de ces cinq années. Jusqu'au bout, avec la lecture de ce mémoire, ils ont trouvé réponse à nos interrogations et nous ont guidés intelligemment.

Enfin, nos dernières attentions vont vers nos amis sans qui ces cinq années d'université n'auraient jamais eu la même saveur.

## Table des matières

|                                                                                                              |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>A. Introduction.....</b>                                                                                  | <b>1</b>  |
| <b>B. Partie théorique .....</b>                                                                             | <b>3</b>  |
| <b>I. Les agences de notation : définition .....</b>                                                         | <b>3</b>  |
| <b>II. Origines.....</b>                                                                                     | <b>4</b>  |
| <b>III. Pro cyclicité/anti cyclicité.....</b>                                                                | <b>5</b>  |
| <b>IV. Les crises financières du 20<sup>ème</sup> et 21<sup>ème</sup> siècle et le rôle des agences.....</b> | <b>5</b>  |
| 1. La crise de 1929 .....                                                                                    | 6         |
| 1.1. Description .....                                                                                       | 6         |
| 1.2. Rôle des agences .....                                                                                  | 9         |
| 2. Crash pétrolier.....                                                                                      | 10        |
| 2.1. Description .....                                                                                       | 10        |
| 2.2. Rôle des agences .....                                                                                  | 12        |
| 3. Crise asiatique.....                                                                                      | 12        |
| 3.1. Description .....                                                                                       | 12        |
| 3.2. Rôle des agences .....                                                                                  | 13        |
| 4. Enron .....                                                                                               | 15        |
| 4.1. Description .....                                                                                       | 15        |
| 4.2. Rôle des agences .....                                                                                  | 16        |
| 5. Parmalat .....                                                                                            | 19        |
| 5.1. Description .....                                                                                       | 19        |
| 5.2. Rôle des agences .....                                                                                  | 20        |
| 6. Crise des subprimes .....                                                                                 | 21        |
| 6.1. Description .....                                                                                       | 21        |
| 6.2. Rôle des agences .....                                                                                  | 23        |
| 7. Crise de la dette souveraine.....                                                                         | 25        |
| 7.1. Description .....                                                                                       | 25        |
| 7.2. Rôle des agences .....                                                                                  | 28        |
| 8. Rôle anti/pro cyclique des agences au travers des crises .....                                            | 29        |
| <b>V. Structure du marché .....</b>                                                                          | <b>31</b> |
| 1. Paysage concurrentiel .....                                                                               | 31        |
| 2. Causes de l'oligopole .....                                                                               | 31        |
| 2.1. NRSRO.....                                                                                              | 31        |
| 2.2. Taille critique.....                                                                                    | 33        |
| 2.3. Théorie du capital réputationnel .....                                                                  | 34        |
| 2.4. Modèle de l'émetteur-payeur .....                                                                       | 35        |
| <b>VI. Aspects légaux de la notation .....</b>                                                               | <b>36</b> |
| 1. Législation américaine .....                                                                              | 36        |
| 2. Législation européenne .....                                                                              | 38        |
| 2.1. Code de l'IOSCO .....                                                                                   | 38        |
| 2.2. FASP.....                                                                                               | 39        |
| 2.3. Réglementation.....                                                                                     | 42        |
| 2.4. Contenu de la réglementation .....                                                                      | 47        |
| 2.4.1. Enregistrement .....                                                                                  | 47        |
| 2.4.2. Conflits d'intérêts.....                                                                              | 49        |
| A. Modèle de l'émetteur-payeur et provisions générales .....                                                 | 49        |
| B. Activités de conseil .....                                                                                | 51        |
| C. Relation longue durée.....                                                                                | 52        |
| 2.4.3. Transparence .....                                                                                    | 54        |
| 2.4.4. Qualité de la méthodologie et des notes .....                                                         | 58        |
| 2.4.5. Responsabilité civile .....                                                                           | 59        |
| 2.5. Conclusion.....                                                                                         | 61        |
| <b>VII. Paradoxe de l'opinion.....</b>                                                                       | <b>62</b> |

|                                                                 |            |
|-----------------------------------------------------------------|------------|
| <b>C. Partie pratique</b>                                       | <b>65</b>  |
| <b>VIII. Processus de notation : Analyse de la méthodologie</b> | <b>65</b>  |
| 1. Moody's                                                      | 65         |
| 2. Standard and Poor's                                          | 68         |
| 3. Fitch Ratings                                                | 69         |
| <b>IX. Analyse du marché européen de la notation</b>            | <b>70</b>  |
| 1. Agences enregistrées auprès d'ESMA                           | 70         |
| 2. Structures légales                                           | 72         |
| 2.1. Moody's                                                    | 73         |
| 2.2. Standard and Poor's                                        | 74         |
| 2.3. Fitch Ratings                                              | 75         |
| 3. Analyse chiffrée                                             | 76         |
| 3.1. Chiffre d'affaires                                         | 76         |
| 3.2. Parts de marché en fonction du chiffre d'affaire           | 78         |
| 3.3. Total bilantaire                                           | 80         |
| 3.4. Employés                                                   | 81         |
| 3.5. Nombre de notations émises                                 | 83         |
| 3.6. Coûts pour les émetteurs                                   | 85         |
| <b>X. Agence de notation européenne</b>                         | <b>86</b>  |
| 1. Structure juridique                                          | 86         |
| 2. Aspects positifs                                             | 88         |
| 2.1. Conflits d'intérêts et qualité de la notation              | 88         |
| 2.2. Incidence sur la structure concurrentielle                 | 89         |
| 2.3. Incidence sur le coût pour les émetteurs                   | 90         |
| 3. Aspects négatifs                                             | 91         |
| 3.1. Financement                                                | 91         |
| 3.2. Atteindre une taille critique                              | 92         |
| 3.3. Noter la dette souveraine                                  | 92         |
| 3.4. Droit à l'erreur                                           | 93         |
| <b>XI. Fin du recours aux agences dans les réglementations</b>  | <b>93</b>  |
| <b>XII. Autres perspectives</b>                                 | <b>96</b>  |
| 1. Scope Ratings                                                | 96         |
| 2. Kroll Bond Rating Agency                                     | 97         |
| 3. INCRA                                                        | 98         |
| 4. Wikiratings                                                  | 99         |
| 5. Beyond Ratings                                               | 99         |
| 6. Universal Credit Rating Group & Arc Ratings World Partner    | 100        |
| <b>XIII. Conclusion</b>                                         | <b>101</b> |
| <b>XIV. Bibliographie</b>                                       | <b>103</b> |

## B. Introduction

*“There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s bond rating service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful.” – Thomas Friedman*

Cette citation de Thomas Friedman, éditorialiste au New York Times, datant de 1996, rend compte de l’importance prise par les agences de notation financière dans le paysage mondial. A l’heure actuelle, elles font office d’acteurs omniprésents et indispensables sur les marchés financiers. Néanmoins, l’américanisation du marché de la notation (95 % du marché est détenu par trois agences de notation américaines (Simon, 2017 ; ESMA, s.d.)) et la responsabilité des agences au travers des crises financières du 20<sup>ème</sup> et 21<sup>ème</sup> siècle posent question.

Au travers de ce mémoire universitaire, nous allons étudier les agences de notation et identifier leur rôle sur les marchés financiers. L’objectif de ce travail est de déceler les défaillances potentielles des agences de notation et d’apporter des pistes de solution pour le futur.

Ce mémoire est divisé en une partie théorique et une partie pratique. Le volet théorique est composé de sept sections. Nous allons définir en premier lieu ce qu’est une agence de notation. Il nous semble ensuite pertinent de revenir brièvement à l’origine de la notation. Troisièmement, nous allons définir les concepts de pro et anti cyclicité. En quatrième lieu, nous appliquerons ces concepts aux principales crises du 20<sup>ème</sup> et 21<sup>ème</sup> siècle, que nous aurons préalablement décrites. Ainsi, nous pourrions conclure sur le rôle pro ou anti cyclique des agences de notation de crédit. Cinquièmement, nous décrirons la structure du marché de la notation en abordant le paysage concurrentiel et les barrières à l’entrée. Ensuite nous nous attarderons sur la réponse du législateur tant en Europe qu’aux Etats-Unis. Nous conclurons enfin la partie théorique en abordant une problématique liant les agences de notation à la dépendance législative.

La partie pratique quant à elle sera composée de cinq sections. Nous étudierons tout d'abord la méthodologie de notation utilisée par Moody's, Standard & Poor's [S&P] et Fitch Ratings. Ensuite, nous proposerons une analyse du marché de la notation en Europe. Nous analyserons en détail les agences enregistrées auprès d'ESMA. Nous nous attarderons sur la structure juridique du trio oligopolistique. Nous chiffrerons également ce que représente une agence de notation influente (total bilantaire, chiffre d'affaires, etc.) Par la suite, nous examinerons les solutions aux problèmes décrits au préalable. La principale solution retenue sera la mise en place d'une fondation européenne de la notation. Nous regarderons les points forts et faiblesses de celle-ci. Une deuxième réponse apportée sera également mise en avant. En effet, nous expliquerons pourquoi la présence des agences de notation dans la législation doit être atténuée. Enfin, nous proposerons un aperçu des alternatives actuellement mises en place afin de circonscrire la problématique liée aux agences de notation.

## C. Partie théorique

### I. Les agences de notation : définition

Les agences de notation financières ont pour but de produire une évaluation au sujet de la solvabilité de différentes entités. Ces dernières peuvent être des Etats, des entreprises, des collectivités publiques ou des institutions bancaires et d'assurance.

Dans le livre *The new Palgrave dictionary of money and finance*, Newman, Milgate et Eatwell (1992) définissent la notation de crédit de la manière suivante : “*The credit rating is an expert opinion of the likelihood that a debt issue will pay principal and interest on time. [...] The credit rating agencies opinions are summarized as a rating of a particular debt issue. The ratings use a scale. For instance, Standard & Poor’s Corporation ratings run from AAA (the highest) through AA, A and BBB and then down to D. Moody’s ratings range from Aaa through Baa down to Caa. In most cases the ratings are also subject to refinements by adding pluses or minuses or additional numbers. S&P uses A+, A and A-. Similar scales are used by the other agencies.*” (Newman, Milgate et Eatwell, 1992, p.537).

Les agences de notation combleront l'asymétrie de l'information entre les émetteurs et les investisseurs (Boot et al., 2006 ; Collard 2012 ; Listokin et Taibleson 2010 ; Partnoy 1999). Les agences de notation remplissent donc un rôle d'intermédiaire.

Elles veillent également à atténuer la sélection adverse (adverse selection). En effet, si l'information n'est pas équitablement accessible (les crédateurs n'ont pas une idée exacte de la solvabilité des emprunteurs) alors les crédateurs auront tendance à augmenter les taux d'intérêts, ceci afin de se protéger des mauvais payeurs. Les bons emprunteurs quitteront donc le marché suite à l'augmentation des taux. Seuls les mauvais clients resteront actifs. Dans la littérature économique, ce concept a été théorisé en 1970 par George Akerlof dans l'article *The market for lemons : quality uncertainty and market mechanism*.

Les agences de notation se défendent de ne fournir aux investisseurs que l'information nécessaire afin de leur permettre de mener une politique d'investissement (Sinclair, 2005). Standard & Poor's mentionne : “*A rating is not a recommendation to purchase, sell or hold a*

*security, in as much as it does not comment as to market price or suitability for a particular investor.”* (Standard & Poors, 1992, p.183).

En plus d'évaluer la capacité de remboursement des émetteurs de dettes et de l'exprimer à l'aide d'un système de note, les agences remplissent également un rôle de conseil. Elles accompagnent les émetteurs afin de prendre des mesures correctives et donc de ne pas subir une dégradation de note (de Haan et Amtenbrink, 2011).

## **II. Origines**

Les précurseurs des agences de notation sont les entreprises mercantiles du 19<sup>ème</sup> siècle (Partnoy, 1999). A cette époque, bon nombre de marchands font face au défaut de leurs clients. Ils se rendent compte des économies d'échelle potentiellement réalisables en connaissant la capacité de leur clientèle à les rembourser. Ils commencent donc à collecter les informations à propos de la santé financière de leurs débiteurs.

La première trace d'une notation d'un instrument financier date de 1909 lorsque John Moody émet ses premières notes. L'analyste financier de Wall Street décide d'appliquer la méthodologie utilisée par les entreprises mercantiles aux obligations (Partnoy, 1999). Durant l'année 1909, il publie le manuel *Analysis of Railroad Investments* qui regroupe les notes des obligations émises par les compagnies ferroviaires américaines (White, 2010). En premier lieu, il ne note que les obligations des entreprises ferroviaires. C'est en 1918 que John Moody s'intéresse aux obligations émises par les municipalités américaines.

Trois autres agences de notation ont suivi l'initiative prise par John Moody. La première est Poor's Publishing Company en 1916, la deuxième est Standard Statistics Company en 1922 et la troisième est Fitch Publishing Company en 1924 (Partnoy 1999, White 2010).

Comme le mentionne Partnoy (1999), en 1924, la société fondée par John Moody, Moody's Rating, couvre près de 100 % de l'activité de notation aux Etats-Unis.

### III. Pro cyclicité/anti cyclicité

En introduction, nous avons mentionné la potentielle responsabilité des agences au travers des crises majeures du 20<sup>ème</sup> et 21<sup>ème</sup> siècle. Avant d'analyser ces dernières en détail et de définir le rôle des agences, nous allons décrire les concepts de pro et d'anti cyclicité. Cela dans un souci de lisibilité et afin de permettre aux lecteurs de se forger leur propre opinion quant à l'action des agences.

Dans le livre *Macroeconomics* (1995), Abel et Bernanke proposent la définition suivante: “*An economic variable that moves in the same direction as aggregate economic activity (up in expansions, down in contractions) is procyclical. A variable that moves oppositely to aggregate economic activity (up in contractions, down in expansions) is countercyclical. Variables that do not display a clear pattern over the business cycle are acyclical.*” (Abel & Bernanke, 1995, p.300).

Dans le contexte des agences de notation, nous pouvons extrapoler cette définition. Si un abaissement de note lors d'une période de récession empire la crise, alors l'activité de notation est pro cyclique. Au contraire, si l'abaissement d'une note lors d'une crise améliore l'environnement économique, alors le travail des agences de notation est anti cyclique. Finalement, si la variation de note n'a aucune conséquence pour les marchés financiers, c'est acyclique.

### IV. Les crises financières du 20<sup>ème</sup> et 21<sup>ème</sup> siècle et le rôle des agences

Lorsque le sujet des agences de notation est abordé, une question se pose de façon récurrente : Les agences de notation agissent-elles de manière pro ou anti cyclique ? Afin de traiter cette interrogation, nous allons d'abord décrire les différentes crises et leurs impacts sur la sphère financière. Ensuite, nous analyserons la réaction et le rôle joué par les agences lors de ces dernières. De cette manière, nous pourrions déceler si des similitudes ou récurrences apparaissent. Dans un souci de chronologie, nous commencerons par évoquer la crise de 1929. Ensuite, nous nous attarderons sur les chocs pétroliers des années 70 avant de traiter des scandales Enron et Parmalat. Pour finir nous allons présenter les deux crises les plus récentes, la crise des subprimes et la crise de la dette souveraine européenne.

## 1. La crise de 1929

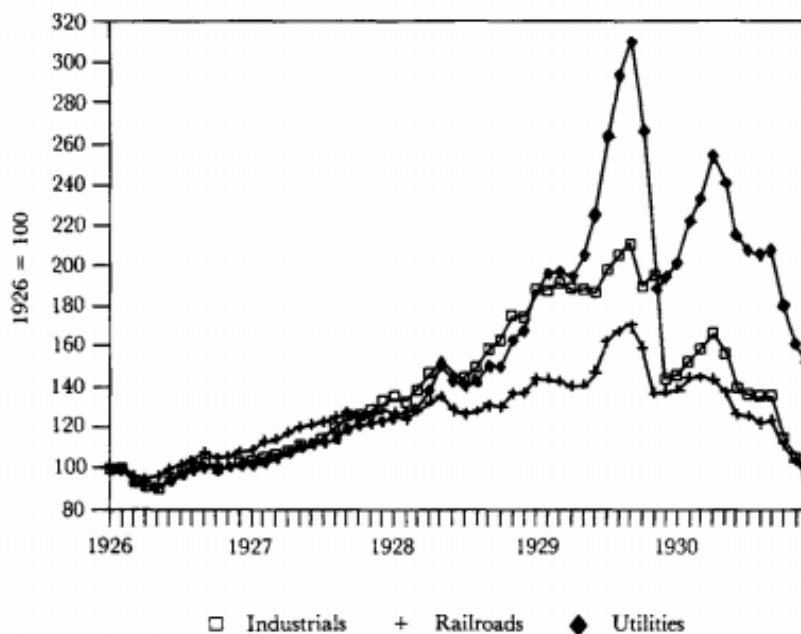
La crise majeure du début du 20<sup>ème</sup> siècle est la crise de 1929. L'ampleur de la crise et les conséquences qui l'ont suivie ont été considérables. Celle-ci est à l'origine de l'ensemble du droit financier moderne.

### 1.1. Description

Le point de départ de la crise est à mettre à l'actif de l'éclatement d'une bulle spéculative due à la croissance économique soutenue des années vingt. Les chiffres suivants peuvent le démontrer. Entre 1922 et 1929, le Produit National Brut américain atteignait une croissance moyenne de 4,7%, cela avec un taux de chômage moyen relativement bas (3,7%) (U.S Department of Commerce, 1975).

Les raisons de cette croissance économique sont principalement relatives aux améliorations technologiques ainsi qu'à l'émergence d'entreprises industrielles globalisées. Ainsi, selon Chandler (1977), cela a permis le développement d'entreprises verticalement intégrées profitant d'économies de gamme et d'échelle. Durant cette décennie, l'économie américaine a été extrêmement prospère. Selon Galbraith (1954), l'excès de confiance dans le marché a aveuglé l'ensemble des acteurs.

A cette époque, la régulation bancaire était considérée comme contraignante. En effet, le législateur limitait la capacité des banques à fournir des prêts avec une échéance à long-terme. En outre, elles n'avaient pas la possibilité de détenir des fonds propres au sein d'autres entreprises. Aux Etats-Unis, cette restriction a été mise en place en 1864 au travers du *National Banking Act*. Afin de contourner la réglementation, les banques ont commencé à développer des Wholly-Owned Securities Affiliates (WOSA), sortes de filiales spécialisées. Ainsi, les banques agissaient en tant que holding sur ces dernières. Ceci permettait aux banques, par le biais des filiales, de prêter des activités d'investissement, ce qui leur était interdit (Lacoue-Labarte, 2012). Le nombre de WOSA est passé de 10 en 1922 à 114 en 1931. Par conséquent, lorsque l'économie commença à s'essouffler, les répercussions furent multiples et touchèrent, au travers des WOSA, les banques de plein fouet (White, 1990). L'effondrement des cours de bourse (comme montré sur le graphique ci-dessous, issu de White 1990) a alors mené à une crise bancaire.



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (1943).

Cette crise a été suivie par une période sombre pour les Etats-Unis, la Grande Dépression. Celle-ci est marquée par la fin du rêve américain et une période de récession d'une décennie caractérisée par un chômage de masse, des migrations forcées et un marasme économique se propageant à la classe moyenne (Heffer, 1991).

Au-delà du drame humain, nous allons porter attention sur les différentes réformes financières mises en place suite au krash de 1929.

- Premièrement, avant la Grande Dépression, les courtiers et les banques déterminaient au cas par cas les marges requises (Margin requirement). Celles-ci peuvent être considérées comme l'avoir minimal à mettre à disposition afin de pouvoir exercer une option. Même si elles devaient être adéquates selon la constitution américaine, le New York Stock Exchange (NYSE) ne fixait aucune règle et laissait chaque firme libre de les choisir. Les marges requises résultaient alors d'un accord négocié au cas par cas avec le client. De manière générale, celles-ci ne dépassaient pas les 25% pour les nouveaux achats et tendaient vers 0% par la suite (Rappoport et White, 1994). A partir de 1933, le NYSE a uniformisé ces taux. En 1934, le *Securities Exchange Act* a donné à la SEC la possibilité de les contrôler. Ainsi, en 1957, le taux de marge requis s'élevait à 70% pour les nouveaux achats et devait être maintenu à un minimum de 25% de la valeur du titre (Leffler, 1957).

- Deuxièmement, la Reconstruction Finance Corporation (RFC) est fondée en 1932. La RFC est une agence gouvernementale américaine qui favorise les politiques de stabilité financière. Son rôle est principalement de soutenir les banques en reprenant une partie du rôle de la banque centrale. En 1933, le pouvoir de la RFC est augmenté via l'*Emergency Relief Banking Act*. Au travers de celui-ci, elle est autorisée à prendre des participations, via le capital, dans les banques (Committee on Banking and Currency, 1933). Le but de cette mesure est de promouvoir la recapitalisation plutôt qu'un système basé sur des prêts temporaires de liquidités. Ainsi, elle achète pour plus d'un milliard de dollars de titres aux banques. A partir de 1935, les banques commencent à racheter les actions. La RFC est dissoute en 1957 lorsque l'ensemble des opérations est clôturé.
- D'autres mesures sont mises en place suite à la crise de 1929. Ainsi, le premier *Glass-Steagall Banking Act* est voté par le congrès en 1933. Celui-ci permet à la FED (Federal Reserve System), la banque centrale américaine, d'octroyer des prêts à des institutions financières non bancaires. De plus, il met fin à la concurrence entre les banques d'investissement et les banques commerciales en ordonnant leur séparation en raison de conflits d'intérêts (Federal Reserve Bank of New-York, 1933).
- Enfin, le marché des titres est réorganisé (Lacoue-Labarte, 2012). Ainsi, des mesures sont prises afin de mettre fin aux contournements de la législation par le biais des WOSA. L'extrait de l'article *L'inventeur du régulateur bancaire dans les années 1930 aux Etats-Unis* de Lacoue-Labarte (2012) énumère les dispositions prises à cet effet. "Une législation fédérale voit le jour avec le *Securities Act* de 1933 et en 1934, le *Securities Exchange Act*. La portée de cette législation est plus grande que l'on ne la perçoit initialement. Le *Securities Act* de 1933 ordonne l'enregistrement des émissions de titres des sociétés auprès de la *Federal Trade Commission (FTC)*, l'autorité fédérale de régulation des valeurs mobilières. La loi sur les titres impose des exigences d'information aux offreurs d'actions et d'obligations d'un État fédéré à un autre par transfert entre succursales des maisons de titres ou par courrier fédéral. La loi détaille et réprime les fraudes pour tous les intervenants opérant sur tous les types de titres : présentation abusive, incomplète ou trompeuse de faits relatifs aux titres ou aux sociétés, diffusion de fausses informations aux marchés, actions de manipulation des cours, actions de concert illicites, délits d'initiés... Des dispositions particulières

*doivent être observées par chaque catégorie d'intervenants, courtiers (brokers) agissant pour compte de tiers, teneurs de marché (dealers, market-makers) agissant pour compte propre, en anticipation de transaction ou de client... La justification des commissions doit être transparente.” (Lacoue-Labarte, 2012).*

En conclusion, la crise de 1929 a eu des conséquences tant sur l'économie dans sa globalité que sur la législation. En effet, comme nous l'avons mentionné, l'ensemble de la société a été économiquement affecté. En outre, une vague de régulations financières a été mise en place afin de clarifier le cadre normatif.

## **1.2. Rôle des agences**

En ce qui concerne les agences de notation et leur implication dans la crise de 1929, les avis sont relativement unanimes. Selon les observateurs, leurs actions n'ont pas eu une incidence directe sur la crise. De manière générale, cette crise n'avait pas été anticipée. White (1990) le prouve en reprenant les propos de l'époque de Charles Amos Dice et Irving Fisher : *“At the height of the market in August 1929, when many began to fear that there was excessive speculation, Charles Amos Dice (1929) of Ohio State University argued that the higher prices in the stock market were the product of economic fundamentals. Even after the crash in December 1929, Irving Fisher (1930) of Yale retained his conviction that the rise in stock prices was justified and wrote, "My own impression has been and still is that the market went up principally because of sound, justified expectations of earnings, and only partly because of unreasoning and unintelligent mania for buying." Both Dice and Fisher believed that earnings and dividends would continue to grow rapidly because of great economic improvements they saw in the economy.”*

White (1990) avance également qu'il était impossible en 1929 de déterminer économétriquement si une bulle spéculative était alors présente sur le marché.

Au sujet de Moody's, Degos, Ben Hmiden et Henrichi (2012) partagent la même opinion : *“La crise de 1929 n'a pas ralenti la progression de l'entreprise, qui a continué à noter les obligations dont le taux d'intérêt considérablement accru a provoqué une baisse du capital dont les fluctuations ont entraîné des défauts de paiement ou des moratoires d'intérêts. Moody's a ainsi prouvé son aptitude à noter les entreprises quels que soient la conjoncture et le destin des sociétés.” (Degos, Ben Hmiden et Henrichi, 2012, p.23).*

Les mêmes auteurs proposent une réflexion similaire à l'égard de Standard & Poor's : *“On a eu véritablement la preuve de son sérieux et de son professionnalisme en 1929 lorsque, très en avance sur ses concurrents, elle conseillait à ses clients de liquider leurs actifs financiers en leur rappelant que le prix des actions, trop spéculatif, atteignait des niveaux insoutenables qui allaient conduire à une catastrophe.”* (Degos, Ben Hmiden et Henrichi, 2012, p.24).

A contrario de l'idée émise par White (1990), il nous semble pertinent de se demander si ce n'était pas aux agences de notation à anticiper et mettre en garde le marché. En effet, celles-ci attribuaient déjà des notes aux entités.

## **2. Crash pétrolier**

### **2.1. Description**

La crise pétrolière de 1973 a marqué la fin d'une époque de prospérité exceptionnelle, les Trente Glorieuses. Cette période témoigne d'une croissance hors du commun, d'une tendance au plein emploi et de la consommation de masse. Ainsi, le niveau de vie général est en augmentation constante tout comme le PIB. Cette période de croissance est répandue à l'ensemble du monde industrialisé. En effet, avec l'aide américaine du plan Marshall, l'Europe retrouve son niveau de vie d'avant-guerre très rapidement. De 1950 à 1973, les 12 pays membres de l'Union Européenne obtiennent en moyenne une croissance économique annuelle de 4,6% (Fourastié, 1979).

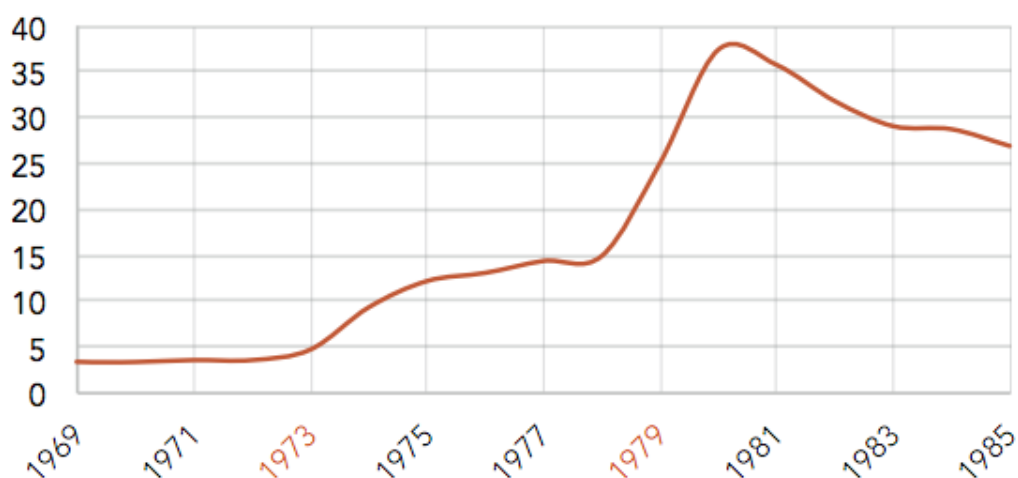
Néanmoins, cette croissance exceptionnelle nécessite un approvisionnement pétrolier toujours plus important. Durant de nombreuses années, le prix du pétrole reste bon marché. La demande de pétrole est telle que la production américaine atteint son pic en 1970 et une politique d'importation toujours plus soutenue prend place aux Etats-Unis (Deffeyes, 2008). Ainsi l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) se réunit au début des années 1970 afin de réévaluer son prix. Les buts de cette organisation sont principalement le contrôle des prix, l'harmonisation de la fiscalité pétrolière et la détermination du niveau de production des pays-membres (Hache, 2016). Le pouvoir de marché des membres de l'OPEP est considérable. Ceci s'explique par le fait que la demande excède l'offre.

Lors des accords de Téhéran (1971) et de Tripoli (1971), les acteurs pétroliers réalisent que la cause de la forte demande est la politique de prix avantageuse. Ainsi, des premières mesures unilatérales sont prises par l'OPEP afin d'augmenter les marges et d'imposer leurs conditions (Deveaux-Charbonnel, 1971).

Le pouvoir des membres de l'OPEP est alors grandissant. *“Dans un contexte de hausse de la demande entre 1970 et 1973, les pays de l'OPEP décident de rouvrir de nouvelles négociations pour obtenir une nouvelle hausse des prix postés. Toutefois, ces négociations se heurtent à la guerre de Kippour (6 octobre 1973), suite à l'invasion du plateau du Golan en Israël par les troupes d'Egypte et de Syrie. [...] Les pays arabes producteurs de pétrole imposent un embargo sur la production et une augmentation des prix. [...] En l'espace de deux mois le pétrole enregistre un triplement de son prix.”* (Hache, 2016).

Six ans plus tard, en 1979, un second choc pétrolier viendra ébranler l'économie mondiale. Celui-ci fait suite à la révolution iranienne et à la guerre Iran-Irak. Alors que l'économie mondiale est à la relance, nécessitant par conséquent un approvisionnement accru en pétrole, l'effet conjugué de ces deux événements mène à nouveau à une réduction de l'offre de pétrole. Tout comme le premier choc, celui de 1979 plonge l'économie dans une période de récession. L'inflation et le chômage explosent alors. Le graphique ci-dessous (Dejonghe Finance, 2017) représente la volatilité du prix du pétrole suite aux deux chocs expliqués précédemment.

### Évolution du prix du baril WTI (moyenne annuelle)



## 2.2. Rôle des agences

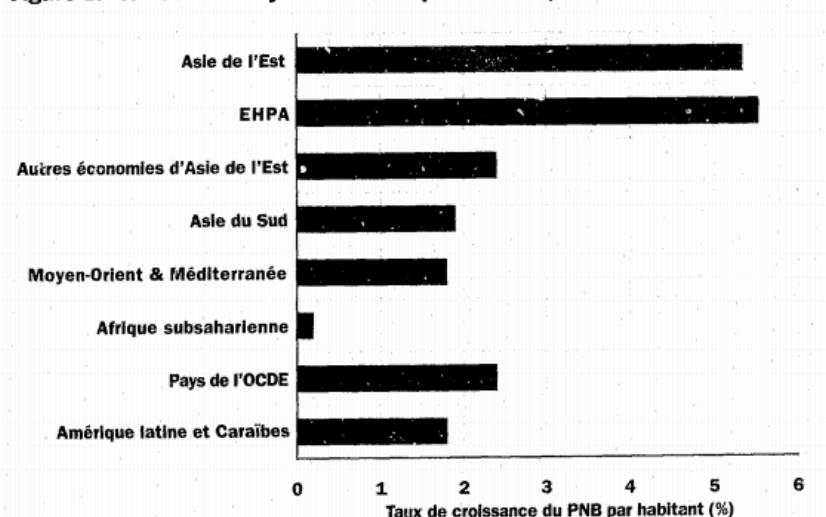
De prime abord, les agences de notation ne sont pas impliquées dans ces crashes pétroliers. En effet, les raisons derrière ceux-ci sont principalement politiques. Néanmoins, il nous semblait pertinent d'aborder ces deux chocs en raison de leurs conséquences. En effet, ceux-ci ont véritablement marqué la fin d'un cycle de croissance économique et de l'ère du pétrole bon marché, entraînant une hausse générale des prix.

## 3. Crise asiatique

### 3.1. Description

La crise asiatique s'est produite en 1997. Tout comme la crise de 1929, elle fait suite à une période d'expansion et de prospérité. L'économie asiatique est alors en croissance en raison d'une politique d'exportation massive et d'investissements importants. Dans un de ses rapports datant de 1993, la banque mondiale ne tarit pas d'éloges envers le continent asiatique. Elle va même jusqu'à nommer son rapport *Le miracle de l'Asie de l'Est : croissance économique et politiques publiques*. Dans celui-ci, la banque mondiale vante la croissance hors du commun de ces pays. Elle caractérise cette croissance comme durable et forte. D'autres bienfaits des politiques en place y sont présentés tels que le partage des bienfaits de la croissance et une réduction marquée des inégalités. Le graphique ci-dessous, issu de ce rapport, montre effectivement la croissance hors du commun présente dans ses pays à cette époque.

Figure 1. Croissance moyenne du PNB par habitant, 1965-90



Néanmoins, il est apparu plus tard que cette croissance soutenue reposait sur de mauvais fondements. Il est ressorti d'un rapport du FMI (2000) que cette crise trouvait son origine dans différents déséquilibres macroéconomiques. Dans le même rapport, la faiblesse du secteur financier et des entreprises sont également pointés du doigt. Nous pouvons citer le passage suivant : *“Les faiblesses préexistantes des portefeuilles des institutions financières; l'existence d'emprunts extérieurs en devises non couverts, exposant les entités économiques intérieures à des pertes considérables en cas de dépréciation de la monnaie nationale; le recours excessif à l'endettement extérieur à court terme; et des investissements imprudents dans un environnement de bulles de prix sur les marchés boursier et immobilier [...] la surveillance et la réglementation n'étaient pas à la hauteur des périls du marché financier mondialisé.”* (FMI, 2000).

A cela se sont ajoutés des déséquilibres extérieurs. Ceux-ci étaient dus *“au niveau élevé tant des entrées de capitaux privés que de l'investissement intérieur privé, et s'étaient trouvés exacerbés, antérieurement à la crise, par l'appréciation du dollar E.U., auquel les monnaies des pays concernés étaient formellement ou informellement rattachées.”* (FMI, 2000).

*“Dans ces conditions, un changement d'opinion du marché pouvait déclencher, et déclencha effectivement l'engrenage, qui fut difficile à enrayer, de la dépréciation monétaire, des défauts de paiement et des sorties de capitaux. La contagion gagna rapidement dans la région après la dévaluation du baht, à mesure que l'impression se répandait chez les investisseurs que d'autres pays étaient confrontés à des faiblesses similaires, ce qui faisait douter de leur solvabilité. Lorsque les crises finalement s'apaisèrent, une forte proportion des institutions et sociétés financières des pays affectés se trouvaient en faillite.”* (FMI, 2000).

### **3.2. Rôle des agences**

Dans leur article *The procyclical role of rating agencies : evidence from the East Asian crisis*, Ferri, Liu et Stiglitz s'intéressent à l'impact des agences de notation sur cette crise. Leur introduction donne directement le ton : *“We demonstrate that credit rating agencies aggravated the East Asian crisis. In fact, having failed to predict the emergence of the crisis, rating agencies became excessively conservative. They downgraded East Asian crisis countries more than the worsening in these countries' economic fundamentals would justify. This unduly exacerbated, for these countries, the cost of borrowing abroad and caused the*

*supply of international capital to them to evaporate. In turn, lower than deserved ratings contributed – at least for some time – to amplify the East Asian crisis.”* (Ferri, Liu et Stiglitz, 1999, p.335).

Dans cet article, les auteurs mettent en cause les agences de notation à différents niveaux.

Premièrement, selon les auteurs, l’attention des agences se porte de manière simultanée sur le même acteur.

Ensuite, et cela est la plus vive critique adressée, elles ont été dans l’incapacité d’avertir le marché. Leur échec est mis en avant par le fait que les institutions financières internationales, comme la Bank for International Settlements (BIS), l’International Monetary Fund (IMF) ou encore la Banque mondiale les ont unanimement blâmées. Les auteurs ont décidé de réaliser une étude empirique relative aux notations durant cette crise. Il ressort de celle-ci que l’amplitude des dégradations de notation a été conséquente et qu’elles ont surtout touché les pays ayant déjà une notation relativement basse. Cela reflète un effet de pro cyclicité. Les conséquences sont importantes pour les pays les plus mal lotis. Tout d’abord le coût de financement est augmenté. La situation empire encore lorsque la note passe à un grade inférieur au seuil d’investment grade. De plus, les investisseurs potentiels se restreignent. En effet, les régulations empêchent les institutions publiques d’investir dans ce type d’investissement. Les taux de change peuvent également être impactés en raison d’un signal négatif envoyé au marché.

Selon les auteurs, la raison des dégradations excessives de notation et de l’absence d’anticipation de cette crise provient d’une notation initiale trop haute. Ainsi, lorsqu’une telle crise économique apparaît, les agences auront tendance à dégrader de manière exagérée la notation afin de sauver leur réputation. Il s’agit ici de la représentation type de l’effet de pro cyclicité. Lorsque l’économie de ces pays se portait bien, les notations trop optimistes accentuaient les perspectives positives. Néanmoins, lorsqu’un grain de sable enraye la machine, les agences, en dévaluant, accentuent et accélèrent les effets négatifs (Ferri, Liu et Stiglitz, 1999).

## 4. Enron

### 4.1. Description

Le scandale Enron, révélé en octobre 2001, a mené à la faillite d'Enron Corporation, une entreprise énergétique américaine basée au Texas ainsi que du géant de l'audit Arthur Andersen. Enron était mondialement connu et jouissait d'une bonne réputation. La firme était considérée comme une des entreprises les plus innovantes des États-Unis. Avant d'entrer dans la tourmente, cette entreprise présentait une croissance hors du commun. Quelques chiffres clés révèlent les performances du groupe : *“From the start of the 1990s until year-end 1998, Enron's stock rose by 311 percent, only modestly higher than the rate of growth in the Standard & Poor's 500. But then the stock soared. It increased by 56 percent in 1999 and a further 87 percent in 2000, compared to a 20 percent increase and a 10 percent decline for the index during the same years. By December 31, 2000, Enron's stock was priced at \$83.13, and its market capitalization exceeded \$60 billion, 70 times earnings and six times book value, an indication of the stock market's high expectations about its future prospects.”* (Healy & Palepu, 2003).

Cette croissance a été rendue possible grâce à l'ajout d'activités de courtage et de couverture de risque. La firme a diversifié sa stratégie et ses activités. Ainsi, cette entreprise, initialement active dans le secteur de l'énergie, s'est lancée dans les produits dérivés et la spéculation. Le tableau ci-dessous (Enron, 2000) représente les résultats croissants d'Enron durant cette période.

### Enron Segment and Stock Market Performance, 1993 to 2000

| (\$ millions)             | 1993           | 1994                       | 1995    | 1996                                | 1997                            | 1998                          | 1999                 | 2000                                          |
|---------------------------|----------------|----------------------------|---------|-------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|----------------------|-----------------------------------------------|
| Domestic: Pipelines       |                |                            |         |                                     |                                 |                               |                      |                                               |
| Revenues                  | \$1,466        | \$976                      | \$831   | \$806                               | \$1,416                         | \$1,849                       | \$2,032              | \$2,955                                       |
| Earnings <sup>a</sup>     | 382            | 403                        | 359     | 570                                 | 580                             | 637                           | 685                  | 732                                           |
| Domestic: Trading & Other |                |                            |         |                                     |                                 |                               |                      |                                               |
| Revenues                  | \$6,624        | \$6,977                    | \$7,269 | \$10,858                            | \$16,659                        | \$23,668                      | \$28,684             | \$77,031                                      |
| Earnings <sup>a</sup>     | 316            | 359                        | 344     | 332                                 | 766                             | 403                           | 592                  | 2,014                                         |
| International             |                |                            |         |                                     |                                 |                               |                      |                                               |
| Revenues                  | \$914          | \$1,380                    | \$1,334 | \$2,027                             | \$2,945                         | \$6,013                       | \$9,936              | \$22,898                                      |
| Earnings <sup>a</sup>     | 134            | 189                        | 196     | 300                                 | (36)                            | 574                           | 722                  | 351                                           |
| Stock Performance         |                |                            |         |                                     |                                 |                               |                      |                                               |
| Enron                     | 25%            | 5%                         | 25%     | 13%                                 | -4%                             | 37%                           | 56%                  | 87%                                           |
| S&P 500                   | 7%             | -2%                        | 34%     | 20%                                 | 31%                             | 27%                           | 20%                  | -10%                                          |
| Major Business Events     | Teesside opens | Begins electricity trading |         | Begins construction of Dabhol plant | Acquires Portland General Corp. | Acquires Wessex Water in U.K. | Creates Enron-Online | Trading contracts double Calif. energy crisis |

La complexité du business model d'Enron, en raison de la variété de produits, des opérations de courtage ou encore de la diversité géographique, a démontré les limites du système de comptabilité. En effet, la firme a profité de cette complexité pour gonfler ses performances et embellir son image. Deux exemples de contrats signés par Enron le prouvent. Premièrement, en juillet 2000, l'entreprise a signé un contrat d'une durée de vingt ans avec *Blockbuster Video*. Enron a estimé le profit généré par cette activité à 110 millions de dollars. Néanmoins, de sérieux doutes planaient sur la viabilité du projet. Deuxièmement, Enron a estimé son profit sur un contrat d'une durée de quinze ans avec la firme Eli Lilly à 500 millions de dollars. Néanmoins, leurs estimations étaient totalement biaisées en raison de l'absence de prédictions des coûts engendrés par ce projet (Krugman, 2002). Ainsi, au travers de prévisions frauduleuses, Enron a présenté des comptes truqués, allant au-delà de l'optimisme. Le cours de l'action était surévalué et ne reflétait absolument pas la réalité.

#### 4.2. Rôle des agences

L'effondrement du cours de bourse a engendré la faillite d'Enron (Bernoux, 2011). Les agences de notation ont été pointées du doigt dans cette affaire. La raison étant que quatre jours avant sa faillite, Enron était encore noté investment grade, tant par Moody's, Standard &

Poor's que Fitch (Hill, 2009). Les agences considéraient l'entreprise encore fiable quatre jours avant la banqueroute. Ces notes trop optimistes ne permettaient pas aux investisseurs d'agir de façon critique. Même avec une notation clémente, la santé financière d'Enron laissait planer le doute. Les chiffres suivants l'attestent. Le 8 novembre 2001, le prix des actions a commencé à chuter à 8,41\$. Un an auparavant, la valeur de l'action était proche de 90\$. Cette chute fait suite aux révélations de l'entreprise qui reconnaissait avoir surévalué ses revenus d'un demi-milliard de dollars depuis 1997. De manière assez troublante, les agences ont toutefois maintenu leur notation jusqu'au 28 novembre. A compter de cette date, Moody's et S&P ont diminué leur note en leur assignant le titre de junk bond. En réaction, le prix de l'action a chuté jusqu'à frôler un dollar.

Dans cette affaire, il est reproché aux agences d'avoir été incapables d'anticiper la crise et de ne pas avoir pris leurs responsabilités. Il convient alors de se demander si elles ont agi déontologiquement afin de défendre l'intérêt de millions d'investisseurs (Committee on Governmental Affairs United States Senate, 2002). Il ressort d'un rapport du Committee on Government Affairs United States Senate, lors du 107<sup>ème</sup> congrès intitulé *Enron's credit rating : Enron's bankers's contact with Moody's and government officials* que cette faillite est problématique à différents niveaux. Tout d'abord en raison de la taille de l'entreprise concernée mais également pour le caractère frauduleux de certains comportements.

Moody's est clairement mise en cause comme le montre l'extrait suivant : *"In connection with this investigation, questions have been raised about efforts by Enron's bankers to convince a credit rating agency, Moody's Investor Service ('Moody's'), not to downgrade Enron, and to convince government officials to intervene on behalf of Enron with Moody's [...] Based on its investigation, Committee staff concludes that Moody's November 8, 2001 decision not to downgrade Enron's credit rating below investment grade was not based on improper influence or pressure, but on new information presented by financial institutions and others that in Moody's view changed Enron's circumstances. In addition, based on its investigation and opinions provided by CRS, Committee staff concludes that no improper influence was brought to bear by government officials on Moody's, and that the bankers who contacted government officials regarding Enron and its credit rating, including Rubin, did not act contrary to law. [...] In a report released in October 2002, Committee staff expressed the view that Moody's and the other credit rating agencies should have downgraded Enron to below investment grade much earlier than they did (November 28, 2001)—indeed,*

*significantly earlier than November 8, 2001. In that report, Committee staff attributed this lapse to the rating agencies' failures to probe more deeply to get the information they needed to assess Enron, and to focus on issues affecting long-term health of the company, rather than only short-term considerations. Accordingly, putting aside the question whether Moody's should have lowered Enron's rating to below investment grade before November 28, 2001, it nevertheless does not appear from Committee staff's investigation that Moody's decision not to do so on November 8, 2001 came as the result of any inappropriate influence or pressure from any private-sector or government official. [...].*" (Committee on governmental affairs United States Senate, 2003).

Les agences de notation et plus précisément dans ce cas-ci Moody's ont agi dans le cadre de la loi mais cela n'enlève rien au manque de pertinence et d'attention porté à leur notation.

Cependant, ce scandale a surtout mis en avant les problèmes relatifs à l'audit. En effet, le cabinet Andersen a été pointé du doigt pour son manque d'indépendance en tant qu'auditeur dans cette affaire. Ainsi, une méfiance envers les rapports financiers et d'audit s'est propagée. Selon Beattie, Fearnley et Brandt (1999), les deux attributs d'un audit de qualité sont les compétences et l'indépendance. Alors que les compétences permettent d'identifier les erreurs ou les omissions, l'indépendance permet de s'assurer de la qualité de ce rapport. Dans le cas d'Enron, l'indépendance du cabinet est directement mise en cause. En effet, certains cadres de du cabinet auraient permis à la firme de dissimuler des documents afin de permettre à Enron de manipuler ses opérations comptables. Cela a impacté le paysage de l'audit. La principale réforme est la mise en place du Sarbanes Oxley Act en 2002. Comme mentionné dans l'introduction de cette loi, son but est de : *"To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes."* (United States Code, p.2, 2002).

Ainsi, de manière générale, les actionnaires et les dirigeants ont requis de la part de leurs auditeurs une plus grande précision. Il ressort d'une étude empirique menée par Asthana Balsam et Kim (2009) que les risques et la qualité des rapports fournis, se sont appréciés en conséquences. Cela a mené à une augmentation des frais demandés par les cabinets d'audit.

## 5. Parmalat

### 5.1. Description

Un autre cas ayant suscité le questionnement à l'égard des agences de notation est le scandale Parmalat. Celui-ci est considéré comme le plus grand scandale financier en Europe depuis 1945 (Ramonet, 2004). Parmalat est une firme italienne spécialisée dans la distribution de produits laitiers. En 2002, la firme atteignait un chiffre d'affaires de 7,5 milliards d'euros (Ramonet, 2004). Durant plus d'une dizaine d'années, les dirigeants de la firme ont caché les mauvais résultats.

Le scandale lié à cette entreprise a eu un retentissement mondial. La SEC, dans son *Accounting and Auditing Enforcement Release No.1936* datant de décembre 2003, s'est exprimée à ce sujet et met clairement en faute cette société. Les faits reprochés à cette société sont pertinemment résumés dans ce rapport : *"The Securities and Exchange Commission today charged Parmalat Finanziaria S.p.A. ("Parmalat") with securities fraud. The Commission's complaint, filed in U.S. District Court in the Southern District of New York, alleges that Parmalat engaged in one of the largest and most brazen corporate financial frauds in history. The Commission's complaint alleges as follows : From August through November 2003, Parmalat fraudulently offered \$100 million of unsecured Senior Guaranteed Notes to U.S. investors by materially overstating the company's assets and materially understating its liabilities. As Parmalat acknowledged in a press release dated December 19, 2003, the assets in its 2002 audited financial statements were overstated by at least €3.95 billion (approximately \$4.9 billion). In addition, Parmalat falsely stated to U.S. investors that it used its "excess cash balances" — which actually did not exist — to repurchase corporate debt securities worth €2.9 billion (approximately \$3.6 billion), when in fact it had not repurchased those debt obligations and they remained outstanding. The \$100 million note offering failed after Parmalat's auditors raised questions about certain Parmalat accounts. The complaint further alleges that as of the end of 2002, Parmalat purportedly held the €3.95 billion worth of cash and marketable securities in an account at Bank of America in New York City in the name of Bonlat Financing Corporation ("Bonlat"), a wholly owned subsidiary incorporated in the Cayman Islands. Bonlat's auditors certified its 2002 financial statements based upon a false confirmation that Bonlat held these assets at Bank of America. The bank account and the assets did not exist and the purported confirmation had been forged. These*

*non-existent assets are reflected on Bonlat's 2002 books and records and, in turn, in Parmalat's 2002 consolidated financial statements, as well as in its consolidated financial statements as at June 30, 2003, which were provided to U.S. investors to whom Parmalat offered notes from August through November 2003. The complaint further alleges that a private placement memorandum that Parmalat provided to U.S. investors in August 2003 contained numerous material misstatements about the company's financial condition. For example, the memorandum falsely states : Liquidity is high with significant cash and marketable securities balances [...].”*

## **5.2. Rôle des agences**

Les critiques à l’encontre des agences de notation dans l’affaire Parmalat sont semblables à celles relatives au scandale Enron. En effet, on leur reproche d’avoir attribué des notes excellentes à des entreprises au bord de la faillite. Dans les deux cas, les agences ont largement sous-estimé les risques de défaut de paiement. A nouveau, on peut questionner la qualité de leur travail d’analyse. En effet, Parmalat bénéficiait d’une notation d’investment grade ce qui lui a permis d’emprunter des montants conséquents sur le marché des capitaux (Blaurock, 2007).

Parmalat a reçu, en 2015, 14,5 millions d’euros de dédommagement de la part de Standard and Poor’s afin d’abandonner les charges que la firme reprochait à l’agence de notation. Initialement, la société laitière avait attaqué S&P et lui réclamait plus de 4 milliards d’euros de dédommagement. Selon son porte-parole, S&P a accepté de verser ce montant de 14,5 millions afin de clore les charges mais ne reconnaît pas avoir commis de fautes dans ce dossier (Reuters, 2015). En effet, selon S&P, il leur était impossible de fournir une notation de qualité étant donné que les informations reçues étaient falsifiées et ne laissaient donc pas apparaître la véritable santé financière du groupe. Dès le début de ce scandale, l’agence de notation a mis l’entière responsabilité sur Parmalat et ses comportements frauduleux. A cette époque, l’analyste de S&P responsable des notations de Parmalat (Hugues De La Presle) a déclaré : *“Nothing could have led us to believe there was an impending liquidity crisis.”* (Galloni & Wrighton, 2004).

Standard & Poor's, en indemnisant l'entreprise italienne n'a donc pas été officiellement reconnue coupable. Néanmoins, dans les faits, les agences de notation de crédit ont fourni un travail approximatif et n'ont pas été capables de déceler les failles.

## 6. Crise des subprimes

### 6.1. Description

La crise de 2008 a débuté lorsque les ménages américains à revenu limité ont éprouvé des difficultés à rembourser leurs emprunts hypothécaires. Ces ménages avaient au préalable bénéficié d'une politique de taux d'intérêt bas pour souscrire à ces emprunts. Celle-ci provenait d'une volonté de la FED de stimuler l'économie américaine. La logique inhérente à ces crédits était que les biens immobiliers constituent un gage de remboursement de l'emprunt en cas de défaillance. Cette hypothèse supposait que la valeur des biens immobiliers allait être en constante croissance. Néanmoins, la banque centrale américaine a relevé ses taux afin de prendre en compte l'inflation et la croissance économique. Le marché de l'immobilier a alors chuté en dessous du montant des prêts accordés aux particuliers. De plus en plus de ménages se sont trouvés en défaut de paiement ce qui a empiré cette dynamique. Cela a entraîné la faillite de différentes banques ou fonds spéculatifs.

La cause principale de la crise est à mettre à l'actif de la titrisation. Le professeur Petitjean décrit ce concept de la manière suivante (2012) : “ (...) *une technique d'ingénierie financière qui permet de transformer des actifs illiquides, classés dans la partie haute du bilan, en actifs plus liquides, classés dans la partie basse du bilan. A l'origine, son objectif est de diminuer le risque présent dans le bilan des institutions financières en améliorant la liquidité des actifs. Par exemple, un portefeuille de prêts hypothécaires à long-terme peut être cédé à une société intermédiaire (SPV) qui émet ensuite des titres sur les marchés financiers internationaux, titres qui sont adossés au portefeuille de prêts hypothécaires. Autrement dit, la valeur de ces titres dépend de la capacité de remboursement des individus qui ont contracté un emprunt hypothécaire repris dans le portefeuille. Ces titres peuvent donc être vendus aux quatre coins du monde.* ” (Petitjean, 2012, p.17).

La titrisation a également eu comme effet de globaliser la crise. Cela s'explique par le fait que différents actifs ont été répandus dans le portefeuille de multiples investisseurs. Cela a en

autre fortement contribué à augmenter l'asymétrie d'information entre les acteurs. Cette asymétrie peut s'avérer encore plus renforcée si les différentes réglementations nationales ne sont pas comparables. Les réglementations concernant le marché immobilier diffèrent fortement d'un pays à l'autre. C'est pourquoi aux Etats-Unis il était possible pour des personnes à très faible revenu de contracter des emprunts hypothécaires sans avoir besoin d'apporter les garanties nécessaires. Ceux-ci sont connus sous le nom de subprimes.

Les produits titrisés prenaient notamment la forme de Mortgage Backed Securities (MBS), des titres adossés à des créances hypothécaires. Les investisseurs avaient confiance en ces MBS car ils étaient émis par des entités soutenues par le gouvernement. Néanmoins, conscientes du potentiel profit des MBS, des institutions privées ont commencé à en émettre également. Même si celles-ci ne disposaient pas de la garantie d'être soutenue par l'Etat, leurs principaux acheteurs étaient les grandes banques d'investissement. C'est à ce moment-là que le système a commencé à devenir risqué. En effet, les prêteurs avaient désormais un intérêt à mettre des prêts hypothécaires à disposition des emprunteurs offrant moins de garantie et ayant donc un profil nettement plus risqué. La raison est qu'ils pouvaient alors vendre ces prêts risqués à des banques d'investissement qui allaient alors émettre des MBS aux investisseurs, ceux-ci ne disposant que de très peu de garanties et d'informations à leur sujet.

Dans un tel contexte, la dépendance des investisseurs envers les agences de notation et la note qu'elles accordaient aux produits titrisés était énorme. Les notations émises étaient alors la référence pour les investisseurs (Devine, 2011). Les agences de notation ont malheureusement accordé des notations nettement trop élevées aux produits titrisés en sous-évaluant de manière conséquente les risques associés.

L'événement qui a précipité la chute de ce château de cartes est la faillite de Lehman Brothers. Cette banque d'investissement était un élément central du marché de la titrisation. Ainsi, lors du premier semestre 2008, le cours de son action a chuté de 73% et elle fut contrainte, faute de repreneurs de déclarer faillite le 15 septembre 2008. La faillite de la banque a mené le marché de la titrisation à la déroute. En effet, Lehman Brothers était pour de nombreux emprunteurs le garant du contrat titrisé (Coudert & Gex, 2010).

## 6.2. Rôle des agences

Roger Lowenstein (2008), dans son article *Triple-A failure*, émet la réflexion suivante : “*In a practical sense, it was Moody’s and Standard & Poor’s that set the credit standards that determined which loans Wall Street could repackage and, ultimately, which borrowers would qualify. Effectively, they did the job that was expected of banks and government regulators.*”

Comme nous l’avons stipulé, les agences de notation étaient la pierre angulaire du marché de la titrisation. Sans les notes émises, la complexité du système ne permettait pas aux investisseurs d’agir en connaissance de cause.

Les produits titrisés sont devenus l’outil le plus rentable pour les agences de notation. En effet, elles ont tiré profit des banques d’investissement qui étaient prêtes à payer de grands montants pour ces produits ayant reçu une bonne note. Dans le livre *Bailout Nation : How greed and easy money corrupted Wall Street and shook the World Economy*, Barry Ritholtz et Aaron Task (2010) mentionnent que de 2002 à 2007, le montant total de subprimes ayant reçu une notation s’élevait à 3,2 billions de dollars.

Dans son article intitulé *The collapse of an empire ? Rating Agency reform in the wake of the 2007 financial crisis*, Elizabeth Devine (2011) s’intéresse au marché de la titrisation et au rôle joué par les agences dans l’expansion de celui-ci. Selon elle, les agences de notation sont devenues au fil du temps des entreprises en recherche permanente de profit, qui est alors devenu leur principale motivation. En ce qui concerne le marché des agences de notation, plus une structure financière est compliquée, plus la commission perçue par l’agence est élevée.

Ce rôle prépondérant accordé aux agences de notation a créé un conflit d’intérêts. En effet, les MBS, vendus et notés par ces dernières, ne nécessitaient pas de standard relatif à leur qualité. Seules les agences jugeaient de la nature des produits titrisés, sans aucune forme de régulation.

La responsabilité des agences de notation a directement été mise en cause lors de la crise des subprimes. Il leur a été reproché d’avoir largement sous-estimé le risque associé aux produits de crédit structuré. Ainsi, énormément de notes de crédit émises préalablement à cette crise ont par la suite été largement diminuées. Par exemple, plus de trois quarts des notations émises par Standard & Poor’s relatives aux emprunts hypothécaires privés aux Etats-Unis

entre 2005 et 2007 ont été par la suite abaissés de AAA à BBB- (de Haan & Amtenbrink, 2011).

A l'égard de la variation de notation, l'IMF a publiquement déclaré qu'il s'agit dans ce cas clairement d'une preuve d'échec dans le chef des agences (de Haan & Amtenbrink, 2011).

Une étude empirique réalisée par Van Doorne, intitulée *Did the recent financial crisis affect credibility of credit rating agencies ?* a traité des conséquences de la crise pour les agences de notation. Afin d'analyser si la crise a affecté la réputation et la crédibilité des agences de notation, l'étude menée par Van Doorne pose la réflexion suivante : Si les agences de notation ont bien été décrédibilisées, la réaction du marché suite à une modification de la notation est nettement plus limitée comparé à la situation d'avant-crise.

Les principales critiques adressées aux agences de notation antérieurement à la crise concernaient principalement l'instabilité et la volatilité qu'elles étaient susceptibles de causer sur le marché. Ainsi, les trois principales agences de notation affectent depuis longtemps les marchés. La révélation de certaines informations de leur part peut renforcer ou au contraire limiter les cycles de prospérité-récession (boom and bust cycle). En effet, en cas de prévision optimiste, les investissements en capital vont augmenter tandis que l'effet inverse aura lieu en cas de diminution des notations. Un des reproches adressés aux agences de notation est le timing utilisé pour révéler leurs informations. Dans les faits, elles auraient tendance à révéler les mauvaises nouvelles en période de récession et les bonnes nouvelles en période d'expansion. Cela renforce alors le phénomène de pro cyclicité et l'instabilité du marché.

Dans sa conclusion, Van Doorne (2013) soutient que, suite à la crise, la réputation des agences a été sans aucun doute affectée. En effet, l'absence d'anticipation de la crise est très mal perçue. Ainsi, nous pouvons désormais nous attendre à des réactions moindres de la part des investisseurs aux prévisions et variations de notes fournies par les agences. Néanmoins, ce même auteur nuance la responsabilité et les impacts des agences de notation dans la crise. En effet, durant cette période d'instabilité, l'économie et les marchés subissent de nombreux changements qui les bouleversent. Nous pouvons, par exemple, citer des modifications dans les politiques monétaires, une incertitude générale, une aversion au risque mais également la contagion de celui-ci. Ainsi, les notations sont surpassées par ces événements qui participent à l'augmentation manifeste de la sensibilité du marché.

Néanmoins, cette crise n'est pas entièrement et uniquement imputable aux agences de notation. Ainsi, différents acteurs sont à blâmer. Nous pouvons notamment citer les prêteurs de fonds qui ont accordé des prêts de manière abusive ou encore les emprunteurs qui se sont endettés largement au-delà de leurs moyens.

En conclusion, cette crise a permis de réaliser l'impact que les agences de notation pouvaient avoir. En effet, lorsqu'elles commettent des erreurs, les conséquences se répercutent sur l'ensemble du secteur financier (White, 2010). En outre, alors qu'un upgrade de la notation concernant une entité renforce les perspectives de celles-ci, un downgrade mène plus que probablement à une fuite des capitaux.

Au travers de la crise, les failles du système financier actuel sont apparues. Les modèles économiques et financiers sur lesquels nous nous basons depuis des décennies n'ont pas été en mesure de prévoir la tournure des événements (Colander et al., 2014).

Même si les conséquences exactes de la crise sont difficiles à objectiver, une chose est certaine, c'est que celle-ci n'a fait que renforcer les doutes à l'encontre des agences de notation. Cela a permis de relancer le débat sur des questions clés telles que l'importance de la réputation dans ce secteur, la dangerosité potentielle de l'oligopole en place, les limites du principe de l'émetteur-payeur ou encore la confiance à accorder aux notations.

## **7. Crise de la dette souveraine**

Afin de conclure notre réflexion sur le rôle des agences de notation lors de différentes crises, nous allons aborder la crise de la dette souveraine qui a frappé l'Europe en 2011.

### ***7.1. Description***

Voici un bref aperçu de la chronologie des événements qui ont amené l'Europe dans cette crise. Tout commence le 21 octobre 2009 lorsque le ministre des Finances grec annonce une révision du déficit budgétaire. Ainsi, celui-ci est très loin des 3,7% annoncés en début d'année et selon cette révision il s'élève plutôt à 12,7%. Il s'avère que le pouvoir précédemment en place a enjolivé les comptes publics durant cinq ans. Un premier plan de relance est annoncé avec la mise en place de différentes mesures. Celles-ci consistent, par exemple, en une

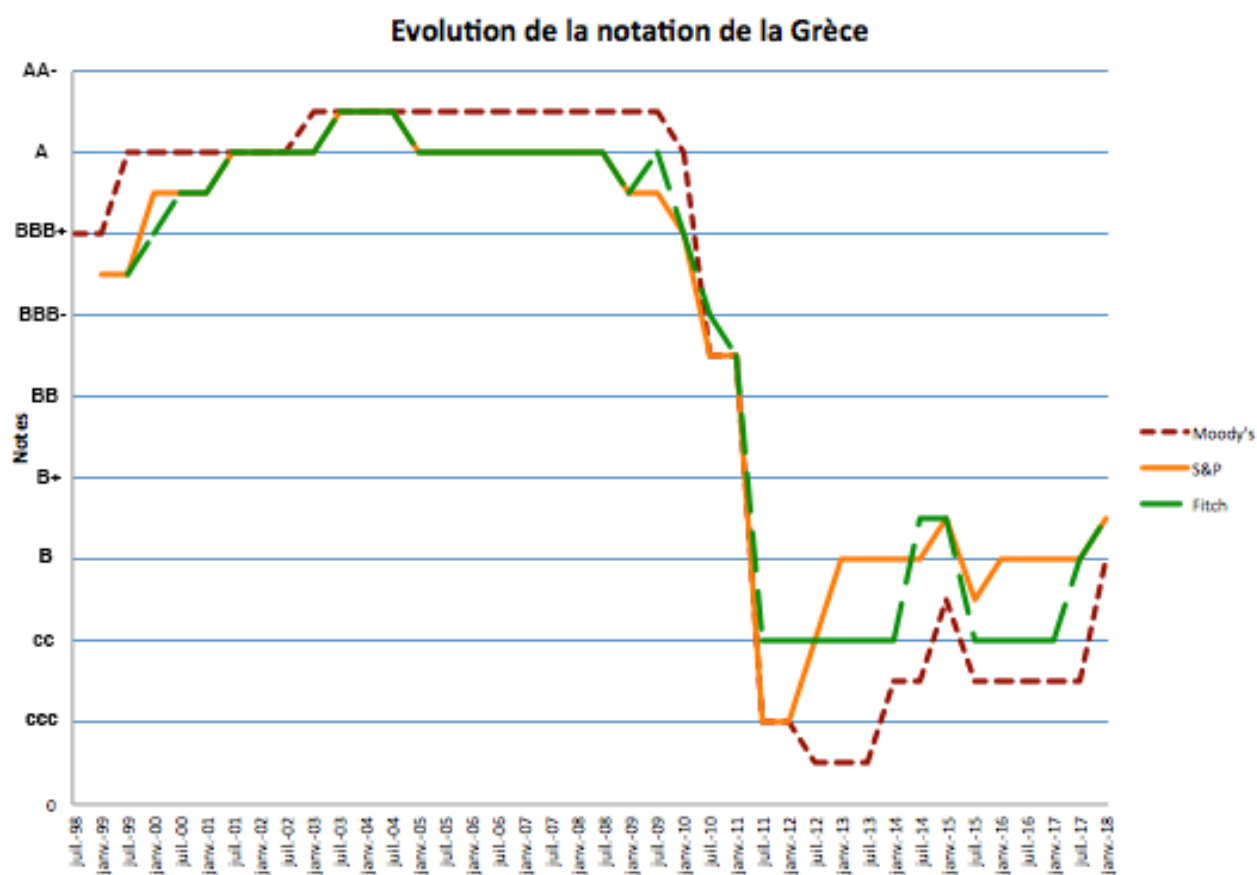
réduction de 10% des dépenses de l'Etat ou encore en un gel des recrutements et des salaires dans la fonction publique. L'objectif initial est de revenir à un déficit du PIB à hauteur de 3% en 2013. En mars 2010, un nouveau plan de relance est annoncé, ajoutant d'autres mesures d'austérité. Le montant du déficit est révisé à nouveau et atteint 13,6%.

Face à cette situation, l'Europe se voit dans l'obligation d'intervenir. Le 11 avril 2010 un plan de 30 milliards d'euros est annoncé afin de soutenir l'Etat grec. La mise en place d'un tel plan de relance nécessite certaines réformes supplémentaires à prendre par la Grèce. Celles-ci consistent, par exemple, en une augmentation de l'âge du départ à la retraite ou en différentes taxes. Ce plan initial est augmenté à 110 milliards d'euros en mai avec comme objectif un retour du déficit à 2,6% du PIB en 2014. Suite à l'annonce, la bourse grecque s'effondre et perd 6,7%. La monnaie commune étant un facteur à risque, le risque d'effets de falaise (cliff effects) impactant d'autres pays vulnérables de la zone Euro s'intensifie. La Commission Européenne définit ce phénomène comme : *“Des mouvements soudains provoqués par la dégradation d'une note en deçà d'un certain seuil.”* (Commission Européenne, s.d.).

Différents plans d'aide internationaux sont alors mis en place afin d'atténuer les effets de falaise. Dans un rapport, la Banque centrale européenne reconnaît que la zone Euro se retrouve face au plus grand défi de son histoire (De Santis 2012, Pouchard Vaudano & Breteau 2016, Cohen, 2011). L'Europe rentre alors dans une phase d'austérité budgétaire.

Deux paradoxes s'ajoutent à la révision imprévue du déficit grec pour expliquer le manque d'anticipation et la soudaineté de cette crise.

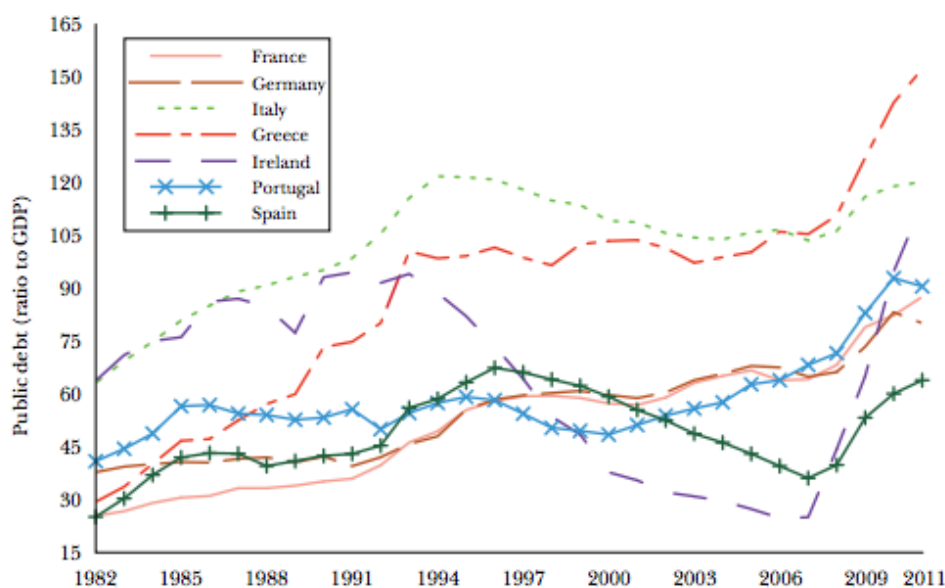
Le premier est que la crise s'est déclenchée malgré des taux d'intérêt qui n'ont jamais été aussi bas. Or la solvabilité d'un Etat est déterminée non pas par le volume de ses dettes mais bien par les charges d'intérêt qu'il peut supporter. Ainsi, la méfiance à l'égard des pays de la zone Euro peut être considérée, selon Cohen (2011), comme une sorte de prophétie auto-réalisatrice. Il entend par là que les marchés financiers, en réaction à l'inquiétude liée à la crise, ont fait croître les taux d'intérêt des pays considérés comme vulnérables. Par conséquent, les agences de notation ont dégradé la note de la Grèce à de multiples reprises. De ce fait, les craintes se sont matérialisées. Le graphique suivant illustre l'évolution de la note grecque de juillet 1998 à mars 2017.



Suite à ces dégradations, le poids de la dette s'est alourdi, augmentant alors le risque de défaut et entraînant une nouvelle hausse des taux d'intérêt.

Durant les années 2000, la dette publique des pays européens n'était pas considérée comme inquiétante. Ceci matérialise le deuxième paradoxe. La dette publique européenne suivait la même tendance que celle des Etats-Unis. Les chiffres suivants l'attestent. En 1995, la dette publique s'élevait à 60% du PIB aux Etats-Unis et à 70% pour les pays de la future zone Euro. Dans les deux cas, ce ratio a diminué à la fin des années 1990 avant de remonter au niveau de 1995 vers 2007. Ensuite, durant la crise de 2008, le ratio Dette/PIB a subi une augmentation plus forte aux Etats-Unis qu'en Europe. Ces chiffres proviennent d'une étude de Lane (2012) utilisant des informations issues des bases de données du FMI (IMF Public Debt Database). Néanmoins, comme le montre le graphe ci-dessous, extrait de la même étude, les pays européens n'ont pas évolué de manière uniforme. De fortes divergences sont présentes entre les pays. Cette hétérogénéité a concentré la contagion sur certains états ayant une dette publique plus élevée.

**The Evolution of Public Debt, 1982–2011**



Source: Data from IMF Public Debt Database.

Ainsi, la méfiance des investisseurs s'est propagée à d'autres pays de la zone Euro. Le Portugal, l'Espagne ou encore l'Irlande ont alors été contraints d'emprunter à des taux plus élevés.

## 7.2. Rôle des agences

Nous allons nous intéresser plus précisément au rôle joué par les agences de notation dans cette crise. Selon l'économiste Nicolas Veron, les agences de notation n'ont pas elles-mêmes lancé ce mouvement de panique. Ainsi selon lui, *“les marchés ont revu à la baisse les anticipations bien avant que les agences de notation ne le fassent.”*

Néanmoins, elles ont joué un rôle prépondérant étant donné l'ampleur de la dégradation de la note de la Grèce. Par exemple, Standard & Poor's a diminué sa note de trois crans. Comme expliqué précédemment cela a engendré de lourds effets sur les taux d'intérêts de la Grèce. Les investisseurs ont exigé en réaction des taux insoutenables, à hauteur de 10% (Le Parisien, 2010). Le timing des dégradations des notes du Portugal et de l'Espagne est également interpellant. A travers leurs dégradations successives, les agences de notation ont propagé la crise. Elles ont largement participé à sa contagion. En effet, en annonçant ces dégradations, elles ont envoyé un signal au marché. Cela a eu une lourde incidence sur l'aggravation du

déficit de ces pays. Néanmoins, en raison du risque de contagion aux autres pays, il semblait cohérent d'apporter des modifications à la notation des pays susceptibles de voir leur situation se dégrader.

## **8. Rôle anti/pro cyclique des agences au travers des crises**

Au travers des différentes crises, nous pensons que les agences tendent à avoir un rôle pro cyclique. Plusieurs arguments peuvent étayer notre propos.

Premièrement, étant donné la confiance et l'importance qui leur est donnée par le marché, les agences font office de référence. Il convient de se demander si les agences ont toujours agi afin de remplir leur rôle initial à savoir réduire l'asymétrie d'information entre les différents acteurs du marché. Nous pensons que la recherche de profit, caractéristique première des entités privées a parfois amené les agences de notation à mettre leur objectivité de côté. Par conséquent, l'accomplissement de leur but premier a été parfois oublié.

Ceci a été montré lors de la crise des subprimes. En effet, étant donné la complexité des produits titrisés, seules les agences de notation de crédit étaient capables de juger de leur fiabilité. Du fait de l'expertise requise afin de proposer une évaluation des produits titrisés, la marge faite par les agences de notation était grande. Néanmoins, comme cela a été décrit supra, les agences n'ont pas été capables de proposer une notation adéquate. Pour rappel, plus de trois quarts des notes de Standard & Poor's relatives aux emprunts hypothécaires furent abaissées par la suite. Ces failles ont eu de graves répercussions pour les marchés financiers. En effet, suite aux abaissements de notes, se sentant trompés par les agences, bon nombre d'investisseurs ont décidé de vendre leur produits financiers.

Deuxièmement, un élément récurrent apparaît au travers des différentes crises : la question de l'anticipation par les agences. En effet, que ce soit lors de la crise asiatique ou lors de la crise de la dette souveraine, les agences n'ont pas été à même de prévoir les risques sur les marchés. C'est en plein cœur de la crise que les agences ont décidé de prendre des mesures et ont dégradé les notes des acteurs défaillants. Elles décidèrent alors de prendre des mesures fortes afin de sauver leur réputation. La dégradation qui s'en suivit fut exagérée et ne refléta pas la réalité. Cette dégradation trop importante et effectuée en pleine crise envenima la

situation. Dans le cas de la crise asiatique, les pays vulnérables ont vu leur coût d'emprunt augmenter et l'apport de capitaux internationaux diminuer.

Troisièmement, le rôle pro cyclique des agences peut être soutenu par la prospect theory. Shefrin et Statman propose la définition suivante : *“Prospect theory assumes that losses and gains are valued differently, and thus individuals make decisions based on perceived gains instead of perceived losses. Also known as “loss-aversion” theory, the general concept is that if two choices are put before an individual, both equal, with one presented in terms of potential gains and the other in terms of possible losses, the former option will be chosen.”* (Shefrin & Statman, 1985).



Le graphe ci-contre (Van Doorne, 2013) illustre cette théorie. Comme nous pouvons le voir, la pente de la valeur en cas de perte est bien plus abrupte qu'en cas de gain.

Cette théorie explique pourquoi les agences sont blâmées lors des périodes de récession, crises ou scandales financiers. En outre, l'effet d'un abaissement de note est bien plus retentissant que celui d'une revalorisation de note. Cela s'avère exacte lors de la crise de la dette souveraine et la crise des subprimes. Les dégradations de note subies par les états ou entreprises ont été largement commentées.

Quatrièmement, le concept d'effets de falaise est également un facteur défendant notre postulat. En effet, lors de la crise de la dette souveraine, l'abaissement de la note grecque et portugaise a été une des causes de la crise dans la zone euro.

Ce phénomène d'effets de falaise peut être généralisé. Dans le cas d'un émetteur ayant sa note dégradée en catégorie spéculative, les gestionnaires d'actifs se voient obligés de restructurer leur portefeuille pour se conformer aux standards requis par leur mandat ou leur politique d'investissement. Ce phénomène aggrave la situation des émetteurs et peut être le début d'une réaction en chaîne (Lequesne-Roth, 2017).

## V. Structure du marché

### 1. Paysage concurrentiel

Comme nous l'avons déjà mentionné, le paysage concurrentiel actuel des agences de notation pose question. En effet, alors qu'il existe plus de 150 agences à travers le monde, le marché est largement dominé par trois agences séculaires anglo-saxonnes : Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings. Ensemble, elles contrôlent 95 % du marché (Simon, 2017 ; ESMA, s.d.), forçant les autres agences à cibler des marchés de niche, tant au niveau géographique que sectoriel (Collard, 2012). Comme nous le verrons en détail dans la partie pratique, S&P, Moody's et Fitch Ratings ont toutes les trois leur siège social aux Etats-Unis. Les autres agences significatives sont : RBS (Domination Bond Rating Service), basé au Canada, A.M Best, incorporé au Etats-Unis mais aussi les firmes japonaises JCR (Japan Credit Rating Agency) et R&I (Rating and Investment Information).

### 2. Causes de l'oligopole

L'oligopole tant décrié est sans nul doute dû aux nombreuses barrières à l'entrée. Les caractéristiques du marché de la notation ne correspondent pas à celles du marché des commodités dans lequel de nombreux petits producteurs peuvent cohabiter. Au contraire, il s'agit d'un marché favorable à l'expansion de quelques grandes entreprises. Cette section a pour objectif de décrire les différentes barrières à l'entrée et d'en analyser l'origine en considérant notamment l'impact de la législation américaine sur l'activité de notation, le rôle de la réputation et des effets d'expérience, le modèle émetteur-payeur et la nécessité d'atteindre une taille critique afin de prospérer sur le marché.

#### 2.1. *NRSRO*

Comme nous l'avons mentionné avec la crise de 1929, la législation de l'époque menait à une politique contraignante quant à l'activité bancaire. En 1936, l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC) émet un décret interdisant les banques d'investir dans des titres de créance considérés comme spéculatifs (Office of the Comptroller of the Currency, 1936). La nature spéculative de l'instrument financier était alors déterminée par un recognized rating manual. A titre de comparaison, White (2010) mentionne qu'à l'heure actuelle cela équivaldrait à une

note BBB-. Cette décision de l'OCC a une répercussion majeure sur l'activité de notation. En effet, à partir de ce moment-là, les notes, qui ne sont que l'opinion des agences, font leur apparition dans la législation. La citation de White (2010) résume parfaitement la situation : *“Essentially, the credit worthiness judgements of these third parties raters had attained the force of law.”* (White, 2010, p.213).

Seules Moody's, Standard, Poor's et Fitch (Standard et Poor's n'ayant fusionnées qu'en 1941) sont reconnues par le législateur américain comme aptes à juger la santé financière des émetteurs. Ces quatre agences de notation avaient alors force de loi dans leur domaine. En effet, les autorités américaines de régulation financière leur ont entièrement délégué l'évaluation des titres. Ceci marque le début de l'oligopole.

En 1975, pour la première fois le terme Nationally Recognized Statistical Rating Organization [NRSRO] fait son apparition dans la législation américaine. La SEC, à cette époque, émet le *Net Capital Rule*. Cette loi oblige les courtiers-négociants (les banques d'affaires et les entreprises d'investissement) à avoir recours à une NRSRO afin d'évaluer le risque inhérent à leur portefeuille d'actifs. Le risque évalué entre directement en ligne de compte dans le calcul des exigences de capital minimum. (Seligman, 2003).

Comme le mentionne Sinclair (2005) : *“the NRSRO concept remains vague and unspecified in law but significant in practice”* (Sinclair, 2005, p. 44). Ce n'est qu'en 2006, avec le *Credit Rating Agency Reform Act*, que la SEC propose une définition du terme : *“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.” (SEC, 2006, p.1329).

White (2010) note que pendant plus de 25 ans, la SEC n’a donné le label NRSRO qu’à trois agences. Actuellement, dix agences de notation font partie de ce groupe. Il s’agit, en plus des trois agences précédemment citées, d’A.M Best Rating Services, DBRS, Egan-Jones Ratings, Japan Credit Rating, HR Ratings de México, Kroll Bond Rating Agency et Morningstar Credit Ratings (U.S Securities and Exchange commission, 2017).

Deux commentaires peuvent être émis à l’égard de cette politique.

- En premier lieu, il est intrigant de noter qu’aucune de ces agences n’a son siège social en Europe. Il est indéniable, qu’à l’heure actuelle, un acteur européen fort sur le marché de la notation est indispensable.
- En second lieu, la politique législative américaine est sans nul doute une des raisons principales de l’oligopole controversé. La dépendance réglementaire envers les agences, couplée avec la politique des NRSRO, a permis aux quelques agences possédant le label de prospérer sans aucune forme de concurrence. White (2010) résume bien la situation avec la citation suivante : *“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.”* (White, 2010, p.217).

## **2.2. Taille critique**

Une des difficultés rencontrées est la nécessité d’acquérir une taille critique afin de s’établir comme une alternative crédible aux trois géants de la notation. Il nous paraît illusoire de penser que la majorité des acteurs des marchés financiers puisse avoir confiance en une agence non comparable au trio dominant le marché. Cette nécessité s’accompagne de lourds investissements. L’activité de notation étant une activité complexe, il est nécessaire d’employer du personnel compétent et ayant une expertise. Il faut donc également veiller à

disposer de fonds suffisants afin de pouvoir financer l'activité. Susan Launi, Managing Direct and Senior European Counsel au sein de Fitch Ratings souligne cette difficulté quand elle stipule : “ *Il a fallu à Fitch vingt ans et un milliard de dollars pour concurrencer Moody's et Standard & Poor's au niveau mondial.*”

### **2.3. Théorie du capital réputationnel**

Une autre raison expliquant l'oligopole est la structure même de l'industrie. En effet, la réputation et les effets d'expérience jouent un rôle majeur dans cette activité. Gilson et Kraakman (1984) et Partnoy (1999) considèrent que l'activité de notation satisfait la théorie du capital réputationnel. Selon Partnoy (1999), toute activité de notation dépend de sa réputation. Il mentionne par exemple les étoiles Michelin. Qui se fierait à ce classement si la réputation du célèbre guide n'était pas acquise ? La théorie de l'économiste américain démontre que cela est d'autant plus vrai dans le cas des notations de crédit, pour deux raisons.

Premièrement, la notion même de crédit entraîne une relation de confiance entre le créateur et le crédit. Le prêteur ne s'engagera pas avec l'emprunteur s'il ne possède pas assez d'informations pour bâtir une relation de confiance.

Deuxièmement, l'auteur souligne que : “*The success and function of a credit rating agency also depends on trust and credibility.*” (Partnoy, 1999, p.630). Jackson (2012) estime que si l'évaluation faite par l'agence de notation ex-ante s'avère être correcte ex-post, alors l'agence de notation développera une bonne réputation et attirera des clients.

Il est intéressant d'analyser les conséquences de cette barrière à l'entrée.

Tout d'abord, il est indéniable que les agences séculaires profitent allègrement de l'importance de la réputation afin de maintenir leur position sur le marché. En effet, bâtir une notoriété suffisante est un long processus. Cela ne peut se monnayer. Il est donc peu aisé pour un nouvel entrant, sans aide extérieure d'attirer directement des clients et de se faire une place dans le milieu de la notation.

Ensuite, la réputation, étant une barrière naturelle, est une composante critique. Sans celle-ci, une agence de notation ne peut envisager de prospérer à long-terme.

Enfin, avoir une bonne réputation requiert d'employer du personnel avec expertise. Ceci souligne de nouveau l'importance de posséder des fonds suffisants afin d'engager des personnes compétentes, à même de proposer une analyse pertinente.

#### ***2.4. Modèle de l'émetteur-payeur***

La nature même du modèle économique des agences nous semble constituer une barrière à l'entrée. En effet, le modèle de l'émetteur-payeur apparaît aussi comme une cause de l'oligopole. Comme son nom l'indique, ce business model implique la facturation des émetteurs.

Comme le mentionne Simon (2017), le modèle de l'émetteur-payeur permet aux agences d'avoir accès aux informations privées des émetteurs, ce qui n'est pas le cas avec un modèle investisseur-payeur. *“Ce business model permet à l'agence de notation d'accéder aux informations privées que lui fournit l'émetteur, ce qui est impossible quand l'investisseur est le payeur.”* (Simon, 2017, p.36).

Cet échange d'informations privées engage une relation de confiance entre l'émetteur et le payeur. Il nous apparaît dès lors que le modèle économique des agences renforce la théorie du capital réputationnel et constitue donc également une barrière à l'entrée.

En conclusion, les barrières à l'entrée sont nombreuses et sont tant artificielles que naturelles. Comme pour chaque industrie, la survie d'une entreprise privée sur le long-terme est largement définie par une contrainte, celle de générer du profit. Dans le milieu de la notation, la barrière la plus contraignante pour un nouvel entrant nous apparaît être la réputation. C'est un élément-clé qui ne peut se bâtir du jour au lendemain. En outre, étant une barrière naturelle, la réputation semble intouchable comme marqueur départageant les agences importantes des agences secondaires. La législation a également une incidence remarquable sur le secteur. En quelque sorte, le législateur fait de la notation un acteur indéboulonnable des marchés financiers et permet de maintenir l'oligopole en place. Enfin, la question du financement semble être également une contrainte non négligeable.

## **VI. Aspects légaux de la notation**

Depuis le 1er janvier 2007 et l'accord de Bâle II, les notes émises par les agences sont directement utilisées afin de calculer le capital minimum requis d'une institution financière. En effet, elles sont employées par les banques pour déterminer le risque crédit d'un client particulier. En fonction du risque associé, la banque devra avoir recours à plus ou à moins de capital mis en réserve. L'utilisation des notes émises par les agences fait donc partie intégrante de la loi. Aux Etats-Unis, cette présence réglementaire date d'un peu moins d'un siècle. A l'heure actuelle, en regard de leur rôle prédominant sur les marchés financiers, elles doivent indubitablement être supervisées et encadrées légalement.

### **1. Législation américaine**

Avant d'analyser la législation européenne, il nous semblait pertinent d'analyser la législation américaine et ce pour deux raisons majeures.

Premièrement, l'industrie de la notation est, comme nous l'avons mentionné, un oligopole dirigé par trois agences américaines. Il est donc clair que la loi américaine a une influence indirecte prépondérante sur les agences actives au sein de l'Union Européenne.

Deuxièmement, en raison de son ancienneté, la loi américaine a servi de socle à la loi européenne. La Commission Européenne s'est largement inspirée de la loi américaine afin de bâtir ses propres règlements.

Dans le cadre de notre mémoire, il nous paraissait approprié de ne pas analyser la législation dans les moindres détails. Nous nous sommes donc concentrés sur les réformes majeures et changements affectant les agences de notation de crédit.

Comme nous l'avons décrit dans la section V.2. Causes de l'oligopole, c'est en 1936 et avec le terme *recognized rating manual* que les agences font leur apparition dans la législation américaine. En outre, en 1975, le terme *NRSRO* est créé par le législateur américain renforçant le pouvoir des agences de notation de crédit.

A la suite du scandale Enron, l'opinion publique et les autorités se rendent compte de l'influence exercée par les agences et les conséquences que cela peut avoir sur les marchés

financiers. La SEC se voit chargée à la suite de l'adoption de la section 702 du *Sarbanes Oxley Act* (2002) d'étudier le rôle et la fonction des agences de notation dans la sphère financière. En 2006, à l'aube de la crise financière, le Congrès adopte le *Credit Rating Agency Reform Act*. L'objectif de l'acte est : “*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*.” (Credit Rating Agency Reform Act of 2006, 2006). La principale nouveauté émise par cette loi est la possibilité pour les agences de devenir une NRSRO en s'enregistrant auprès de la SEC. Comme le note Norbert Gaillard (2012) le *CRA act* va élargir le nombre d'agences reconnues comme NRSRO. En outre, afin de rendre le processus de notation plus transparent, l'acte énumère des dispositions que les agences doivent rendre publiques. De plus, les agences doivent mettre en place des stratégies pour éliminer tous les conflits d'intérêts.

En 2010, le Congrès américain met en place le *Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Cet acte n'a pas de précédent en ce qui concerne la législation des marchés financiers et donc également des agences de notation. L'acte commence comme tel : “*To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purpose.*” (Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010, p.1). Cet énoncé prouve la portée et l'importance de cette loi. Elle est une réponse directe à la crise de 2008.

L'acte renforce les dispositions émises par la précédente législation en octroyant des pouvoirs supplémentaires à la SEC. En outre, une nouvelle agence est créée, à savoir the Office of Credit Ratings. Son rôle est de veiller à la précision des notations et de superviser les agences quant aux conflits d'intérêts (section 932, point P du Dodd-Franck Wall Street Reform Act).

L'acte de 2010 sera un point d'inflexion pour la responsabilité civile des agences. Avant, les agences reconnues comme NRSRO n'étaient juridiquement pas responsables de leurs actes (rule 436(g) of the Securities Act of 1933). En effet, leurs notations étaient considérées comme des jugements d'experts et étaient donc exemptes de poursuites judiciaires potentielles. Le paradoxe saisissant est que les agences non reconnues comme NRSRO mettaient leur responsabilité civile en jeu.

Cependant, à partir de 2010 et la Section 939 (g) ce traitement de faveur prend fin. Toutes les agences mettent dorénavant leur responsabilité civile en jeu. La section 939 (g) stipule : “*Rule 436(g) promulgated by the Securities and Exchange Commission under the Securities Act of 1933, shall have no force or effect.*”

L’acte veut également diminuer la dépendance législative envers les agences. Nous pouvons citer comme exemple, la volonté d'enlever le terme *investment grade* dans les textes législatifs.

Pour conclure, le *Dodd-Frank Wall Street Reform Act* a conduit à une avancée majeure pour la stabilité des marchés financiers et est encore considéré à l'heure actuelle comme la loi de référence dans le domaine de la législation financière.

## **2. Législation européenne**

Pendant plus d’un siècle, les agences de notations ont été libres de toute réglementation au sein de l’Union Européenne.

### **2.1. Code de l’IOSCO**

Depuis septembre 2003, elles sont contrôlées par le code de conduite de l’organisme IOSCO (International Organization of Securities Commissions). L’IOSCO est un organisme international indépendant qui a pour mission de regrouper les différents régulateurs des principales bourses dans le monde. Le but du code de conduite de l’IOSCO est d’assurer l’intégrité et la qualité du processus de notation. Il veille également à certifier l’indépendance des agences, la transparence, la divulgation ponctuelle des notes et la confidentialité des informations requises pour émettre des notes. Son code de conduite a une portée mondiale. Il n’a cependant pas d’assise légale et les agences s’y soumettent de manière volontaire. Le code de conduite fonctionne sur la base du modèle “se conformer ou s’expliquer“. Les agences sont tenues, si elles veulent respecter le code, d’intégrer les dispositions au sein de leur code de conduite interne. Si les agences décident de ne pas se soumettre à certains points du code, celles-ci sont tenues de montrer que leur règlement interne suffit pour remplacer les

dispositions du code IOSCO (Article 4.1 du IOSCO, code of conduct fundamentals for credit rating agencies, 2003).

Bien qu'elles puissent décider d'appliquer le texte dans son intégralité ou en partie, la grande majorité le respecte dans son entièreté. Chaque année, le CESR (Committee of European Securities Regulators - l'ancêtre d'ESMA) a émis un jugement quant aux agissements des agences et a vérifié si ces dernières respectent le code de conduite de l'IOSCO.

## **2.2. FASP**

En 2003, la Commission Européenne développe trois nouvelles directives dans le cadre du Financial Action Services Plan (FASP). Ce plan d'envergure européenne, vise à la libéralisation des services financiers européens, le but final étant la création d'une véritable Europe financière (Cartapanis, 2008). Bien que les trois directives ne soient pas une réglementation directe des agences de notation, elles ont des implications majeures sur leur comportement.

La directive relative aux abus de marché (MAD - Market Abuse directive, 2003) est la plus importante des trois. L'intégrité des marchés financiers et la confiance des investisseurs dans ces derniers sont des éléments essentiels afin d'assurer la croissance économique au sein de la communauté. Les abus de marché et les délits d'initiés nuisent au bon fonctionnement des marchés financiers. Ils créent un climat de méfiance entre les différents acteurs économiques. En outre, ils sont un frein à la transparence totale des marchés et augmentent donc l'asymétrie de l'information entre les agents actifs sur les marchés.

C'est dans cette optique que la directive concerne les agences de notation. *“Dans des domaines comme les conflits d'intérêts, la présentation équitable des recommandations d'investissement et l'accès aux informations privilégiées, les dispositions des directives “abus de marché” mettent en place un cadre juridique solide pour l'exercice de l'activité des agences de notation, tout en reconnaissant la spécificité de leur rôle et les différences séparant notations de crédit et recommandations d'investissements.”* (Communication de la Commission sur les agences de notation 2006/C 59/02, p.4, 2006).

Il est important de noter que selon la présente directive, les notations des agences ne reflètent que leur avis envers la qualité de crédit d'un émetteur ou d'un instrument financier. Elles ne sont donc pas considérées comme des recommandations. Il n'empêche, que selon l'article 1er

paragraphe 8 de la directive 2003/125/CE portant sur les modalités d'application de la directive 2003/6/E, les agences doivent stipuler de manière appropriée les potentiels conflits d'intérêts pouvant exister entre elles et les émetteurs ou instruments financiers auxquels se rapportent leurs notations.

Si une agence de notation émet une notation de crédit fausse ou trompeuse et qu'elle en est consciente, ce comportement rentre dans le cadre de la manipulation de marché selon la directive 2003/6/CE (Article 1, point 2, Directive 2003/6/CE du parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initié et les manipulations de marché, 2003).

L'article 6 point 3 de la directive 2003/6/CE assure la confidentialité de l'information privilégiée. Si un émetteur autorise une agence de notation à avoir accès à des informations privilégiées, celle-ci sera alors tenue d'un devoir de confidentialité à l'égard de cette information. Ce point de la législation est crucial afin d'assurer la précision des notations. En effet, ce devoir de confidentialité rassure l'émetteur et le pousse à dévoiler toute l'information nécessaire afin de permettre aux agences d'émettre des notes reflétant l'état réel de crédit de l'émetteur ou de l'instrument étudié. En outre, l'article 6, point 3, alinéa 3, de la directive 2003/6/CE requiert des émetteurs de transmettre la liste des personnes ayant accès à des informations privilégiées les concernant.

La deuxième directive faisant partie du FASP et ayant des conséquences sur les agences de notation est la directive relative aux exigences de fonds propres (CRD I - Capital Requirement Directive, 2003). Cette directive se base sur les accords du comité de Bâle. Le comité de Bâle est l'organe qui s'occupe de la surveillance des banques et en est le principal régulateur (Bank for International Supervision, s.d). Cette directive veille à transposer l'accord de Bâle II qui, dans la loi européenne, n'a pas force de loi. (Christopoulos & Quaglia, 2009).

Depuis l'accord de Bâle II (2007), les agences de notation sont devenues des acteurs encore plus omniprésents sur les marchés financiers. En effet, elles se sont vues attribuer un rôle primordial dans la cartographie du risque des actifs présents dans le portefeuille des banques (Bouguerra, 2012). En effet, l'accord de Bâle II a mis en place deux moyens permettant aux banques d'évaluer le risque de défaut : le recours à un organisme de crédit externe - standardized approach - ou l'utilisation d'un système interne de notation - internal rating based approach. Si l'institution financière décide d'avoir recours à la première option, alors

l'analyse de risque de défaut doit être émise par un organisme externe d'évaluation (ECAI ou OEEC en français) jugé pertinent par l'autorité qualifiée. Pour être considérées comme fiable par l'autorité compétente, les ECAI doivent remplir des critères énumérés par la directive CRD I. L'autorité qualifiée veille à l'indépendance de l'organisme externe d'évaluation, à l'objectivité de la méthodologie utilisée, à la transparence du processus et à l'évaluation continue de la note émise. Il est intéressant de remarquer que ce suivi n'est appliqué qu'aux agences désireuses de devenir des ECAI et donc la directive CRD I n'a de conséquences que pour un nombre limité d'agences de notation.

La troisième directive faisant partie du FASP est la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFiD - Markets in Financial Instruments Directive, 2004). Comme mentionné ci-dessus, la Commission dans son travail législatif met en évidence les deux activités potentielles d'une agence de notation de crédit : la notation stricto sensu et les recommandations d'investissement. La directive MiFiD n'impacte que les agences qui, à titre professionnel, fournissent des services et activités d'investissement. Dans ce cas, les agences pourraient avoir besoin d'un agrément pour continuer leur activité de conseil. Elles doivent en outre se soumettre à des règles de conduite et à des exigences organisationnelles. Enfin, selon l'article 13, paragraphes 3 et 10, de la directive 2004/39/CE, l'agence de notation doit appliquer une séparation claire entre son activité de notation et son activité de conseil afin d'éviter tout conflit d'intérêts. L'agence doit se soumettre aux dispositions concernant les conflits d'intérêts afin de ne pas mettre en péril l'objectivité et la qualité de la notation de crédit.

Il nous semblait intéressant de mentionner les évolutions législatives du pacte FASP.

Le règlement MAR (Market Abuse Regulation, 2014) et la directive CSMAD (Criminal Sanctions for insider dealing and market manipulation, 2014) ont élargi le champ d'application de la directive 2003/6/CE (MAD I). Les deux législations forment MAD II.

Le but de MAD II est de rendre compte des avancées technologiques sur les marchés financiers et de prévoir un socle législatif les encadrant.

La deuxième version de MiFiD est également entrée en vigueur le 3 janvier 2018. Comme FSMA (Financial Services and Markets Authority) le définit sur son site, cette directive fixe les règles auxquelles doivent se plier les établissements financiers qui fournissent des services d'investissements et/ou des services auxiliaires (FSMA, s.d.).

Enfin, MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) est aussi entré en vigueur le 3 janvier 2018. Cette réglementation porte sur la déclaration des transactions sur instruments financiers (FSMA, 2017).

Comme nous le stipulerons par la suite, trois règlements européens (la réglementation CRA) légifèrent directement l'action des agences. C'est pourquoi, à l'heure actuelle, les réformes du pacte FASP n'ont plus une incidence aussi importante que par le passé.

### **2.3. Réglementation**

C'est lors du Conseil ECOFIN informel d'Oviedo, en avril 2002, que la Commission Européenne s'est engagée à étudier, pour la première fois, le fonctionnement des agences de notation (Communication de la Commission sur les agences de notation 2006/C59/02, 2006). En 2004, le Parlement Européen adopte une résolution sur les agences de notation à la suite du rapport de la commission des affaires économiques et monétaires (ECON). Dans cette résolution, il invite la Commission Européenne à étudier les manquements et les besoins législatifs concernant l'action des agences de notation. Les scandales financiers tels qu'Enron ou l'entreprise laitière italienne Parmalat ont été, entre autres, les déclencheurs de ce mouvement législatif. Les deux affaires ont mis en avant la dépendance des investisseurs envers les agences de notation et l'incapacité de ces dernières à prévenir les fraudes. Comme le mentionne l'article du Financial Times (Partnoy, 2005), quatre jours avant que l'entreprise américaine Enron soit déclarée en faillite, sa note était encore considérée comme investment grade par les grandes agences de notation.

La Commission Européenne, avec l'avis technique du CESR émet sa réponse en mars 2006 en concluant qu'il n'était pas nécessaire à ce moment-là de réguler l'activité des agences. Elle appuie cette conclusion de la manière suivante : *“Dans le secteur des services financiers, il y a déjà trois nouvelles directives qui couvrent les agences de notation. La Commission est persuadée que ces directives - associées à l'autoréglementation que les agences développeront sur la base du nouveau code de l'OICV (IOSCO) - fourniront une réponse à tous les problèmes majeurs à propos desquels le Parlement européen avait exprimé des préoccupations.”* En outre, la Commission se réfère aux principes fondamentaux de la stratégie Better Regulation de l'Union Européenne qui spécifie que l'objectif de l'Union

Européenne est *“d’obtenir une réglementation ciblée n’allant pas au-delà de ce qui est nécessaire.”* (Commission Européenne, s.d.).

Néanmoins, la Commission met en garde les agences en leur signifiant qu’elle envisage la mise en place d’une législation si les directives européennes ou le code de l’IOSCO ne sont pas respectés de manière satisfaisante. En outre, si l’évolution du marché financier laisse apparaître des failles, alors la Commission fera des propositions législatives.

La crise des subprimes en 2007 et la crise souveraine européenne en 2010 ont mis en lumière le besoin indispensable d’une réglementation directe des agences de notation. La crise financière de 2007 a mis en évidence le rôle et l’importance que les agences de notation ont sur les marchés. Seuls, les trois directives (MAD, CRD et MiFID) et le code de conduite de l’IOSCO n’ont pas été suffisants afin de prévenir les manquements dans le chef des agences. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cela. Le code de conduite de l’IOSCO ne se réfère qu’à la notation classique d’entreprise (Bouguerra, 2012). Pour les produits financiers structurés complexes (MBS, ...) les agences avaient le champ libre. Ce sont ces mêmes produits qui ont conduit la planète financière à la déroute. En outre, les trois directives européennes ne touchent les agences de notation qu’indirectement. Elles n’établissent pas un contrôle strict et en cas de mauvaise performance, la responsabilité des agences n’est pas engagée.

La Commission dans son travail législatif a dû répondre à différentes problématiques.

Tout d’abord, il a fallu décider de la portée de la future loi. Fallait-il une réglementation nationale, propre à chaque état membre ou une loi européenne commune ? Afin d’assurer une entière protection des consommateurs et des investisseurs, la future loi se devait d’être harmonieuse au sein du marché commun.

Ensuite, la Commission a dû trancher entre légiférer au moyen de directives ou de règlements. Les règlements ont une portée globale, ils doivent être mis en œuvre dans leur intégralité et ce dans toute l’Union Européenne (Union Européenne, s.d.). L’Union Européenne définit les directives de la sorte : *“Les directives sont des actes législatifs qui fixent des objectifs à tous les pays de l’UE. Toutefois, chaque pays est libre d’élaborer ses propres mesures pour les atteindre.”* (Union Européenne, s.d.).

Les règlements se conforment donc plus à l'objectif de la Commission d'une loi commune dans tous les états membres.

Le développement des marchés financiers est un processus continu. En effet, de nouveaux produits financiers sont régulièrement créés. Afin de rendre compte de la réalité, la Commission a utilisé le processus Lamfalussy pour bâtir la réglementation. Ce processus permet à la Commission, assistée de l'ESC (European Securities Committee), d'amender les dispositions techniques énumérées dans les annexes sans avoir recours à de lourdes démarches administratives. Dès lors, la Commission peut répondre dans des délais assez courts à tout développement affectant les agences de notation. L'article 37 du règlement 1060/2009 stipule : *“La Commission peut modifier les annexes afin de tenir compte de l'évolution des marchés financiers, notamment sur le plan international, en particulier en ce qui concerne de nouveaux instruments financiers et la convergence des pratiques de surveillance.”* (Article 37, règlement 1060/2009, 2009).

Finalement, la plus grande difficulté rencontrée par les instances européennes a été de traiter de l'américanisation de ce marché (Colmant et al, 2013). Les trois grandes agences américaines, qui détiennent plus de 90 % du marché, ont une influence considérable dans la zone européenne. Dans un premier temps, la Commission, afin de rédiger les textes de loi, a fait appel aux acteurs du marché. Elle s'est inspirée, entre autres, du code de conduite de l'IOSCO. La Commission s'est également appuyée sur la loi américaine qui est entrée en vigueur l'année précédente. Elle reconnaît donc par-là que les deux textes de loi doivent être comparables (Wittenberg, 2016). Comme le souligne Oster (2010), le secteur de la notation de crédit est de nature globale et a des répercussions sur tous les marchés financiers. Une législation européenne semblable à l'américaine permet d'obtenir une réglementation équitable et d'avoir le même terrain de jeu entre l'Union Européenne et les Etats-Unis.

Les agences de notation, à l'heure actuelle, sont régies au sein même de l'Union Européenne par la réglementation CRA. Cette réglementation a été amendée à deux reprises (en 2011 et en 2013) et est complétée par cinq règlements délégués dits techniques.

Le premier texte de loi entré en vigueur est le règlement 1060/2009 (CRA I). Il a été adopté par le Parlement européen et par la Commission le 16 septembre 2009. Il s'appuie sur le rapport du CESR, publié en mai 2008. Le but du rapport demandé par la Commission est de

mettre en avant les actions à entreprendre afin d'améliorer la conduite des agences de notation (Simon, 2017). Comme le mentionne Oster (2010), pour élaborer ce rapport, le CESR avec l'appui de l'ESME (European Securities Markets Expert Group) a consulté les parties prenantes du marché. Ceci a permis à la Commission d'avoir une vue globale du rôle des agences de notation dans un contexte de crise financière.

En mai 2011, CRA I a été amendé par le règlement 513/2011 (CRA II) afin de rendre compte de la création de la nouvelle agence européenne ESMA (European Securities Markets Authorities). ESMA est une autorité indépendante européenne qui régule le système financier européen afin de promouvoir la stabilité et la protection des investisseurs (ESMA, s.d.). ESMA est considéré comme le successeur du CESR. Dans le cadre de la réglementation de l'activité des agences de notation, ESMA s'est vu octroyer par la Commission le pouvoir de contrôle du processus d'enregistrement. En outre, l'agence européenne s'occupe de la surveillance des agences de notation. Cet amendement du règlement CRA marque un point d'inflexion dans la législation européenne. En effet, les agences de notation a contrario des autres institutions financières dans l'Union européenne, sont directement supervisées par une autorité européenne.

Comme le notent Legind et Jensen (2014), il est intéressant de constater que le premier amendement de la loi européenne intervient relativement tôt après son entrée en vigueur. De Haan et Amtenbrink (2011) voient le règlement 1060/2009 comme une réponse hâtive à la crise financière de 2008. Un premier amendement d'ordre technique (règlement 513/2011), couplé avec une proposition d'un futur amendement (COM (2011)747) deux ans après l'émission de la première loi, corroborent cette réaction rapide.

La crise de la dette souveraine européenne a mis en évidence les manquements de la législation européenne. Legind et Jensen (2014) soulignent que le manque de transparence dans le processus de dégradation des notes de la dette grecque, irlandaise ou encore portugaise a fortement contribué aux turbulences sur les marchés financiers. Ceci a fait renaître au sein même de l'Union Européenne, un sentiment de méfiance quant à l'action des agences de notation.

Adopté en mai 2013 et entré en vigueur le 20 juin 2013, le règlement 462/2013 est venu amender le règlement CRA. Comme mentionné ci-dessus, ce règlement se base sur la

proposition COM (2011) 747 qui met en lumière les problèmes qui n'ont pas trouvé de réponse dans la législation. Ils sont au nombre de cinq :

- 1) La trop grande dépendance de la sphère financière dans les agences de notation.
- 2) La structure oligopolistique du marché de la notation de crédit.
- 3) La problématique de la responsabilité civile des agences qui n'était pas considérée par les deux précédents règlements.
- 4) Une méthodologie peu transparente du processus de notation des agences.
- 5) Le modèle émetteur payeur, la structure de propriété et les relations de longue durée entre émetteurs et agences qui représentent toujours un risque important de conflit d'intérêts. Ces derniers mettent en outre en cause l'indépendance des agences de notation de crédit.

En plus de la réglementation CRA, la Commission le 21 mai 2012, a approuvé la mise en place de cinq règlements délégués reprenant les normes techniques développées par ESMA. Un cinquième et sixième règlements techniques sont venus s'ajouter à la législation. Chaque règlement délégué est une réponse à des problèmes spécifiques.

- Le règlement délégué 446/2012 prévoit le contenu et le format des données que les agences doivent soumettre à ESMA de manière périodique.
- Le règlement délégué 447/2012 se penche sur la conformité des méthodes de notation utilisées.
- Le règlement délégué 448/2012 adresse la manière dont l'information doit être rendue disponible dans le répertoire central mis à jour par ESMA.
- Le règlement délégué 449/2012 organise le processus d'enregistrement et de certification des agences de notation.
- En 2014, avec le règlement 2015/1, ESMA a été chargée de la surveillance de la politique tarifaire menée par les agences.
- Egalement en 2014, le règlement délégué 2015/2 est venu compléter le règlement 448/2012 en ajoutant des normes techniques relatives à la présentation des informations sur la plateforme tenue par ESMA.

## 2.4. Contenu de la réglementation

Avant d'analyser en détail le contenu de la réglementation relative aux agences de notation, il est important de noter que la réglementation européenne n'est applicable qu'aux agences enregistrées au sein même de l'Union et dont les notations sont rendues publiques ou diffusées par abonnement (art 2, règlement 1060/2009).

Comme le mentionne l'article premier du règlement 1060/2009 : *“Le présent règlement instaure une approche réglementaire commune visant à renforcer l'intégrité, la transparence, la responsabilité, la bonne gouvernance et la fiabilité des activités de notation de crédit.”* De la réglementation CRA, nous pouvons mettre en avant cinq thèmes principaux : l'enregistrement, les conflits d'intérêts, la transparence, la qualité des notes et la question de la responsabilité.

Au vu de l'article premier, la législation CRA instaure un processus d'enregistrement des agences de notation chapeauté par ESMA. Il est également nécessaire d'assurer l'indépendance des agences de notation. Pour ce faire, la législation régule les potentiels conflits d'intérêts émanant des relations entre les agences et leurs clients. A cet égard, la Commission s'est concentrée sur le modèle émetteur-payeur, sur les activités complémentaires des agences et sur les relations longue durée entre ces dernières et leurs clients. Un des principaux objectifs du législateur est de diminuer la dépendance des investisseurs envers les notes. Pour atteindre ce but, le législateur a établi des normes rendant le processus de notation le plus transparent possible. Il est également crucial d'assurer la qualité des notes émises pour en assurer la fiabilité. Enfin la réglementation et plus précisément le règlement 462/2013, harmonise au sein de l'Union Européenne les sanctions qu'encourent les agences.

### 2.4.1. Enregistrement

En réaction à la crise financière de 2008, la Commission Européenne a décidé d'instaurer un régime d'enregistrement pour les agences afin d'assurer la qualité des notations émises (Jackson, 2012). Pour pouvoir faire une demande d'enregistrement, l'agence doit être une personne morale établie dans un pays membre de l'Union Européenne (art 14(1), règlement 1060/2009). A l'origine, il fallait émettre une demande d'enregistrement auprès du CESR. Cet organisme transmettait ensuite la demande à l'autorité compétente de l'état membre dans

lequel l'agence voulait s'établir. Avec le règlement 513/2011 et l'introduction d'ESMA, le mécanisme a été facilité. ESMA est à l'heure actuelle la seule autorité compétente dans le cadre de l'enregistrement.

Le règlement délégué 449/2012 énumère les conditions pour se voir accorder un enregistrement. Nous pouvons citer par exemple l'obligation d'information sur la structure organisationnelle de l'agence, la gouvernance d'entreprise, ... Les conditions d'obtention d'un enregistrement sont alignées avec les objectifs du règlement CRA. Si l'agence ne remplit plus les conditions, ESMA peut à tout moment l'enlever de son répertoire.

Il est important de mentionner que pour avoir une activité au sein de l'Union la condition d'enregistrement n'est pas obligatoire. Néanmoins, un parallélisme peut être fait avec Bâle II et le régime des ECAI (External Credit Assessment Institution). Si certaines institutions financières (l'article 4(1) du règlement 1060/2009 amendé par le règlement 462/2013 les énumère) veulent utiliser des notes pour se conformer avec la réglementation alors elles doivent se référer à des agences enregistrées. Cette condition de regulatory purpose impose en quelque sorte aux agences de notation de se soumettre au mécanisme d'enregistrement.

A l'heure actuelle, 46 agences de notation sont reprises dans le répertoire des agences enregistrées publié sur le site web d'ESMA.

Comme le signalent Legind et Jensen (2014), la procédure d'enregistrement semble proportionnée et encline à restaurer la confiance dans l'action des agences.

Cependant, deux critiques peuvent être émises.

- Premièrement, l'enregistrement peut avoir un impact négatif sur la structure concurrentielle de l'industrie. En effet, il peut augmenter les barrières à l'entrée. Le fait de devoir s'acquitter d'un enregistrement est un coût supplémentaire pour les agences et donc une difficulté additionnelle pour entrer sur le marché (Oster, 2010). Comme Oster le note, cette augmentation du coût des opérations est induite de manière générale par la réglementation CRA et n'est pas que spécifique à la procédure d'enregistrement. Dans son rapport intitulé *Study on the state of the credit rating industry*, la Commission (2014) pointe le coût de la réglementation pour les petites agences de notation. Par exemple, la provision obligeant les agences à mettre en place

un comité de révision indépendant aurait un impact marginal de 20 % sur la masse salariale de l'agence.

- Deuxièmement, la réglementation CRA accentue l'importance de la notation de crédit dans la législation. La condition émise par l'article 4 renforce le pouvoir législatif des agences. Comme mentionné dans la partie crise des subprimes, une des causes principales de la crise financière de 2008 a été la trop grande dépendance des marchés financiers dans les notations de crédit. La Commission indirectement avec l'enregistrement ne fait qu'augmenter cette dépendance. En effet, en enregistrant une agence de notation, la Commission certifie en quelque sorte la qualité des notations émises par l'agence enregistrée. La réaction logique des investisseurs est donc de prendre les notations pour acquises et de ne pas agir de façon critique.

#### 2.4.2. *Conflits d'intérêts*

La réglementation CRA met en place un arsenal de dispositions afin d'assurer que les notations ne soient pas entachées de conflits d'intérêts. Il est primordial d'assurer l'indépendance et l'objectivité des agences. La réglementation CRA met en avant comme sources de conflits d'intérêts : le modèle émetteur-payeur, l'activité parallèle de conseil des agences et les relations de longue durée entre les agences et leurs clients.

##### *A. Modèle de l'émetteur-payeur et provisions générales*

La réglementation CRA n'a pas l'intention de remplacer le modèle émetteur payeur mais d'en atténuer les conséquences négatives (Legind & Jensen, 2014).

L'article 6(1) prévoit que : *“Une agence de notation de crédit prend toutes les mesures nécessaires pour garantir que l'émission d'une notation de crédit ou d'une perspective de notation 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 ou cette perspective de notation, ses actionnaires, dirigeants, analystes de notation, salariés ou 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.”* (Réglementation CRA, 2009). La réglementation 462/2013 a

élargi cet article aux actionnaires également. En outre, à la suite de cet amendement les agences doivent dorénavant tenir une structure de contrôle interne afin de prévenir les conflits d'intérêts.

Les mesures que doivent prendre les agences sont énumérées aux sections A et B de l'annexe 1 du règlement 1060/2009. Le point 3 de la section B requiert une attention particulière. En effet, ce dernier exige des agences de s'abstenir d'émettre une notation si des employés ou d'autres personnes impliquées dans la notation ont des produits financiers de l'entité notée ou ont un pouvoir de contrôle direct ou indirect. Si la notation est déjà existante, l'agence se doit de le mentionner au plus vite. De plus, la réglementation 462/2013 est venue étendre cette interdiction aux actionnaires. Un double seuil a été introduit. En effet, si un actionnaire détient plus de 10 % du capital ou des droits de vote d'une agence et en même temps 10 % du capital ou des droits de vote de l'entité cliente, alors l'agence ne peut la noter. L'interdiction vaut également dans le cas où l'actionnaire détient moins de 10 % mais détient une influence importante sur l'entité notée.

Un autre article nous semble important à mentionner. L'article 7(5) stipule que la rémunération et l'évaluation de la performance de l'employé doit être indépendante du revenu tiré de la relation commerciale de l'agence avec l'entité liée. Cet article prévoit donc que la rémunération de l'employé doit dépendre de la qualité de son travail et non de la rentabilité de son activité. Cette disposition nous semble primordiale afin de garantir l'indépendance de l'agence envers son client.

Il est également important d'assurer l'indépendance des agences de notation envers leurs actionnaires et les autres agences. C'est pourquoi, le règlement 462/2013 a amendé l'article 6 en ajoutant certaines provisions à l'égard des actionnaires et de leurs relations avec les autres agences. Nous pouvons citer notamment qu'un actionnaire ne peut avoir plus de 5% de capital ou de droits de vote dans deux agences simultanément. Selon Norbert Gaillard (2012), le seuil des 5% n'est pas suffisant. En effet, ce dernier dans son étude *Remettre la notation financière à sa juste place* planche sur un seuil d'1%.

### *B. Activités de conseil*

Comme mentionné dans la première partie de notre mémoire, les agences ne se cantonnent pas seulement à évaluer la solidité des entités et des produits financiers, elles remplissent également un rôle de conseil. Cette activité de conseil est inévitablement source de conflit d'intérêts. Par le passé, afin de préserver leur rôle de consultant, les agences étaient poussées à gonfler les notations. De plus, si l'agence prodiguait des conseils afin de mieux structurer le produit, elle était moins encline à le noter défavorablement par la suite. Il est important de noter que l'activité de conseil contribue de manière significative au chiffre d'affaires des agences. C'est pourquoi, la Commission a décidé de légiférer sur cette matière.

Le règlement 1060/2009 distingue l'activité de consultance et les activités auxiliaires/accessoires (ancillary services). Le règlement prévoit une interdiction dans le chef des activités de consultance, ce qui n'est pas le cas pour les services accessoires. Le point 4, Section B, Annexe I du règlement 1060/2009 stipule : *“Une agence de notation de crédit ne fournit pas de services de consultant ou de conseil à une entité ou à un tiers lié en ce qui concerne leur structure sociale ou juridique, leurs actifs, leur passif ou leurs activités. Une agence de notation de crédit peut fournir des services autres que l'émission de notations de crédit (“services accessoires”). Les services accessoires ne font pas partie des activités de notation de crédit ; ils englobent les prévisions de marché, les estimations de l'évolution économique, les analyses de prix et d'autres analyses de données générales, ainsi que les services de distribution qui y sont liés.”*

Tout comme pour les provisions générales, le règlement 462/2013 est venu élargir cette interdiction aux actionnaires possédant plus de 5 % du capital/des droits de vote ou ayant une influence importante.

Quelques remarques peuvent être formulées. Comme le mentionnent Legind et Jensen (2014), nous pouvons nous demander pourquoi les services auxiliaires n'ont pas été incorporés dans l'interdiction. En raison de la marge élevée qu'ils représentent, ces services sont à nos yeux également source de conflit d'intérêts. Nous pouvons remarquer toutefois que si les agences fournissent de tels services, elles doivent veiller à ce qu'ils n'entachent pas leur indépendance et doivent les notifier.

Nous pouvons aussi noter que la Commission n'a pas élaboré une liste des services accessoires. Elle s'est cantonnée à donner une définition assez large. Dans le contexte de la notation, laisser une place à la subjectivité nous paraît être un jeu dangereux.

Néanmoins, selon Jackson (2012), cette disposition est un pas dans la bonne direction. En effet, selon lui dans le cadre des produits financiers structurés, les produits mis sur le marché seront moins risqués. Avoir comme consultant une agence de notation permettait, d'après l'auteur, aux émetteurs de structurer leur produit de manière à offrir le produit le plus risqué sans toutefois voir sa note dégradée. Les émetteurs avaient une connaissance plus fine des critères des agences et cherchaient donc la situation la plus favorable (le risque du produit était le plus élevé tout en restant dans la même catégorie de notation).

En outre, selon le même auteur, cette disposition mettra fin au rating shopping. Griffin, Nickerson et Yongjun Tang (2013) définissent ce phénomène de la sorte : *“A situation in which issuers solicit ratings from multiple rating agencies and then choose the most favorable ones.”* Dans cette optique, la réglementation européenne, selon Jackson (2012) limitera l'opportunité pour les émetteurs de déterminer les notations de leurs produits. Ceci nous paraît être assurément une bonne chose pour les marchés financiers.

### *C. Relation longue durée*

Une critique fréquemment émise par les observateurs est la durée de la relation de travail entre l'agence de notation et ses clients. Il est clair que plus elle est longue, plus elle est source de conflit d'intérêts. Afin de préserver leurs clients, les agences étaient dans le passé plus enclines à accorder des notations plus favorables. Pour mettre fin à cette problématique, la législation européenne a mis en place un système de rotation. L'article 7 (4) (Réglementation CRA, 2009) stipule : *“Les agences de notation de crédit instaurent un mécanisme approprié de rotation progressive pour les analystes de notation et les personnes chargées d'approuver les notations au sens de l'annexe I, section C. Cette rotation est effectuée par étapes, sur une base individuelle, plutôt qu'en soumettant une équipe complète à la rotation.”* Les durées varient en fonction de l'implication de l'employé dans la notation. Pour un analyste en chef, la rotation se fait après quatre ans. Pour un analyste, celle-ci se fait après une durée de maximum cinq ans et pour les personnes approuvant les notations après

sept ans. Une période de deux ans est nécessaire avant de pouvoir être de nouveau en relation de travail avec l'entité ou ses tierces parties.

Ces dispositions ne valent pas pour l'agence de notation en tant que telle mais pour ses employés. Dans le cas de l'émission de notation de crédit relative à des retitrisations, le troisième règlement de la Commission (2013) impose une rotation des agences. L'article 6b(1) stipule que la relation entre les deux parties ne peut durer que maximum 4 ans. De plus, tout comme dans le cas des notations standards, une période de cooling off a été mise en place. La durée de celle-ci est égale à la durée du contrat entre l'agence et l'émetteur du produit financier structuré (avec une durée maximale de quatre ans).

Il est important de noter que les dispositions mentionnées ci-dessus ne valent que pour les relations contractuelles. Comme le stipulent Legind et Jensen (2014), les notations non sollicitées (notation de la dette souveraine par exemple) ne sont pas soumises au modèle émetteur-payeur. Elles sont donc moins source de conflit d'intérêts et ne doivent donc pas se plier au mécanisme de rotation.

Plusieurs commentaires peuvent être émis à l'égard du mécanisme de rotation.

La Commission Européenne souhaite par le biais de la législation augmenter l'attractivité des "petites" agences afin de rendre le marché plus concurrentiel. De manière générale, le mécanisme de rotation nous semble être une manière adéquate pour réduire l'oligopole.

Néanmoins, dans son étude sur l'état du marché de la notation de crédit publié en 2016, la Commission mentionne que peu d'agences sont capables de noter de manière adéquate les produits issus de la retitrisation en raison de leur complexité. Au regard des produits financiers retitrisés, le mécanisme de rotation ne ferait que renforcer donc l'oligopole déjà présent sur le marché. En effet, les émetteurs de ce genre de produit ne feraient appel qu'aux trois grandes agences afin de respecter la législation. Dans ce cas, le mécanisme de rotation n'atteindrait pas son objectif initial.

Nous pouvons également noter qu'au préalable, la Commission pensait rendre la rotation d'agence obligatoire pour tous les produits financiers et non pas uniquement pour ceux issus de la retitrisation. Il nous semble que cette proposition aurait certainement réduit les parts de marché des trois grandes agences en ouvrant le marché à d'autres agences.

Cette mesure bien que salvatrice pour les petites agences aurait eu de grandes répercussions sur les coûts de notation tant pour les émetteurs que pour les agences. Comme le mentionnent Legind et Jensen (2014), le coût de noter une nouvelle entité est bien plus important que le coût de suivi de la note. Cette mesure aurait pu produire l'effet inverse et avoir comme conséquence d'augmenter de manière significative les barrières à l'entrée tout en éliminant du marché les plus petites agences.

Selon Moellers et Niedorf (2014), la réglementation européenne aborde la problématique des relations de longue durée de façon contradictoire. D'une part, la Commission veut améliorer la qualité des notes émises en réduisant les relations entre les agences et leurs clients qui, selon elle, sont source de conflits d'intérêts. D'autre part, elle demande aux agences d'avoir du personnel compétent et expérimenté. Cependant, la notation de crédit est une activité qui demande un apprentissage pratique. De plus, émettre une notation reflétant correctement l'état de l'instrument ou de l'entité lié est un processus complexe qui demande du temps. Il se pourrait donc que la rotation ait un effet pervers sur la qualité de la notation.

La durée est aussi une source d'interrogation. Celle-ci peut paraître trop longue. En effet, pour certains observateurs, une période de quatre ans peut sembler déjà bien assez grande pour mettre en cause l'indépendance de l'agence. Cependant, comme mentionné ci-dessus, la qualité de notation dépend également du temps. Il nous semble donc important de ne pas privilégier aveuglément l'indépendance des agences et de leurs employés aux dépens de la qualité de la notation.

### 2.4.3. *Transparence*

Nous avons établi qu'une des causes majeures de la crise financière est la confiance aveugle des investisseurs dans les notes émises sur les marchés. Pour remédier à cette problématique, la Commission a voulu, à juste titre, encourager les investisseurs à analyser et vérifier les hypothèses/modèles sous-jacents aux notes. *“La divulgation des informations à l'ensemble du marché pourrait également accroître chez les investisseurs la capacité de développer leur propre analyse des risques, en appuyant leur diligence appropriée sur ces informations supplémentaires.”* (Point 7, règlement 513/2011, 2011).

Dans cette optique, augmenter la transparence du processus de notation devient primordial. Pour ce faire, le point 25 du règlement 1060/2009 stipule : *“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.”*

L'annexe I, section E (Réglementation CRA, 2009) énumère les points que les agences doivent rendre publics. Nous pouvons notamment citer les services accessoires (comme mentionné dans la partie activité de conseil), les méthodes et les hypothèses utilisées ou le régime de rémunération. En outre, les agences doivent se soumettre à des publications périodiques. Tous les six mois, elles doivent divulguer les taux de défaut historiques de leurs catégories de notation (y compris les fréquences de changement de notation). Chaque année, elles doivent publier la liste des vingt plus gros clients. Elles doivent également développer et publier un rapport de transparence reprenant, entre autres, la structure juridique de l'entité ou la description des mécanismes internes. Avec la création de l'agence européenne ESMA, la réglementation 513/2011 requiert que toute l'information soit centralisée dans un répertoire central tenu par ESMA (Article 11 Paragraphe 2). Le règlement 448/2012 vient compléter la législation en structurant la manière dont l'information doit être publiée. En 2014, le règlement délégué 2015/2 est venu ajouter des normes techniques relatives à la présentation des informations que les agences sont tenues de communiquer à ESMA.

De plus, si une agence vient à modifier de façon substantielle la méthodologie ou les hypothèses utilisées, le règlement 462/2013 requiert la publication de cette information sur le site internet de l'agence. Les parties prenantes ont alors un délai d'un mois pour émettre d'éventuelles remarques (Article 8 Paragraphe 5).

L'article 10 paragraphe 3 nécessite une attention particulière. En effet, cet article met en avant la différence entre la notation de produits dit “standards” et la notation de produits structurés. *“Lorsqu'une agence de notation de crédit émet des notations de crédit concernant des instruments financiers structurés, elle veille à ce que les catégories de notation qui sont attribuées aux instruments financiers structurés soient clairement différenciées en utilisant un symbole supplémentaire qui les distingue de celles utilisées pour d'autres entités, instruments financiers ou obligations financières.”* Cet article est une réponse à la volonté du groupe Larosière de distinguer les notations de produits structurés des autres notations à l'aide d'un code. Ceci afin de rendre compte de la complexité des produits financiers structurés et d'en avertir les investisseurs. En outre, des obligations supplémentaires naissent dans le chef des émetteurs de produits structurés. L'article 8b paragraphe 1 du règlement 462/2013 les

énumère. Les émetteurs doivent par exemple informer de la caution du produit sous-jacent, de sa performance ou des cashflows générés. Nous pouvons d'ores et déjà adresser une remarque quant à cette disposition. Comme le montrent Legind et Jensen (2014), les informations supplémentaires requises vont sans doute renforcer la compétition sur ce marché. En effet, l'accès à l'information étant facilité, les plus petites agences seront dorénavant plus à même à noter de manière précise les produits financiers structurés.

Cependant, comme le précise Jackson (2012), cette disposition n'atteindra pas l'objectif initial de la législation qui est d'accroître la capacité des investisseurs à établir leur propre due diligence. En effet, nous pensons qu'étant donné la complexité des produits financiers structurés, les investisseurs ne feront pas leur propre analyse mais continueront à dépendre de l'analyse des agences.

Une mesure forte prise par la Commission est l'obligation pour les agences de dévoiler le nom des entités notées desquelles elles (les agences) perçoivent plus de 5% de leur chiffre d'affaires annuel. Moellers (2014) note que l'idée initiale de la Commission était d'interdire la notation si le seuil précédemment cité était atteint. Cette mesure a été vivement critiquée car elle aurait eu des conséquences dramatiques sur la structure de l'industrie. Seules les agences ayant plus de vingt clients auraient été capables de survivre.

En réponse à la crise de la dette souveraine de 2010-2011, la Commission a voulu renforcer la transparence de l'action des agences quant à la notation de la dette souveraine. La partie III de la section D de l'annexe I (Réglementation CRA, 2013) énumère les nouvelles obligations requises. Nous pouvons notamment citer, l'obligation d'établir un rapport de recherche circonstancié détaillant les hypothèses, les limites ou les incertitudes. La publication d'une note souveraine ne peut se faire qu'à la clôture des marchés financiers, et ce pour permettre au pays concerné de l'analyser et d'éventuellement préparer une réponse adéquate. Comme nous l'avons commenté antérieurement une des critiques majeures lors de la crise de la dette souveraine était le timing utilisé par les agences. Il est intéressant de voir que chaque année, les agences doivent soumettre à ESMA trois dates où elles pourraient potentiellement publier une notation souveraine non sollicitée. Il ne fait aucun doute que les deux dispositions citées ont comme but d'éviter les effets de falaise. Enfin, l'article 8(5b) requiert des agences de mettre à jour les notations souveraines tous les six mois.

En plus des remarques déjà émises, nous allons développer trois commentaires qui nous paraissent essentiels.

- Tout d'abord, la Commission dans son travail législatif a dû faire face à un dilemme complexe. D'une part, une transparence complète du processus de notation permettrait aux investisseurs d'élaborer leur propre Due diligence. D'autre part, comme le souligne Oster (2010), les modèles et méthodologies sont définis par les rating agencies capital. Il est donc possible que les provisions précédemment citées aient un effet contre-productif sur la volonté des agences d'innover. Cela pourrait donc avoir des répercussions sur la qualité de notation. Nous pensons qu'à l'heure actuelle, les agences de notation de crédit sont des intermédiaires indispensables au bon fonctionnement des marchés. Il nous semble dès lors primordial de préserver la propriété intellectuelle des agences. Jackson (2012) note qu'il aurait été préférable de divulguer l'information relative à la qualité de l'actif noté tout en gardant les modèles et méthodologies utilisés secrets. Toutefois, comme le souligne Oster (2010), la propriété intellectuelle est du ressort d'autres directives et règlements. C'est donc aux tribunaux et aux autorités compétentes de contrebalancer le droit à la protection d'information confidentielle avec le devoir de divulguer les méthodes utilisées comme décrit dans la réglementation CRA.
- Il nous semble également nécessaire de souligner qu'une transparence totale pourrait avoir de graves conséquences sur les marchés. En effet, les effets systémiques seraient amplifiés. Toutes les parties prenantes sur les marchés utiliseraient des notes bâties sur base de la même méthodologie. En cas d'erreur, les marchés financiers feraient face à de graves turbulences.
- La dernière remarque que nous voulions émettre se rapporte aux produits financiers structurés. La Commission a voulu souligner et avertir les investisseurs de la complexité des instruments financiers structurés. Néanmoins, cela peut avoir un contre effet. Un risque d'illisibilité peut naître de l'amendement apporté par le règlement 462/2013. Les produits financiers structurés sont considérés de manière générale comme des instruments complexes, leur accorder une notation différente pourrait potentiellement accroître leur illisibilité.

#### 2.4.4. *Qualité de la méthodologie et des notes*

Les historiques des notes de l'entreprise Enron ou de la banque d'affaires Lehman Brothers sont de bons exemples de l'imprécision de l'activité de notation. Pour rappel, dans les deux cas mentionnés ci-dessus, quelques jours avant leur faillite, leur note était encore considérée comme stable. Ces exemples montrent la défaillance des agences de notation dans la précision de leur travail. Il est primordial d'assurer la qualité de la méthodologie et donc de la note finale. Néanmoins, il est difficile pour la Commission de légiférer à cet égard. En effet, ni la Commission ni ESMA ne possèdent la légitimité de réglementer le contenu des notes. Si cela était le cas, les autorités européennes se considéreraient comme des agences de notation plus compétentes, ce qu'elles ne sont indubitablement pas. C'est pourquoi la réglementation ne s'immisce pas dans le contenu des méthodologies. Le point 23 de l'introduction du règlement 1060/2009 mentionne : *“Les agences de notation de crédit devraient utiliser des méthodes de notation rigoureuses, systématiques, sans discontinuité et pouvant être validées, y compris sur la base de données historiques appropriées et de contrôles a posteriori. Toutefois, cette exigence ne saurait justifier une ingérence des autorités compétentes et des Etats membres dans le contenu des notations de crédit et les méthodes.”*

Les points 2, 3 et 5 de l'article 8 du règlement 1060/2009 prévoient de manière globale les obligations naissantes dans le chef des agences. Le point 2 souligne que les notes doivent être basées sur une analyse approfondie. En outre, les agences doivent garantir que toute l'information utilisée est fiable et provient de source sûre. Le point 3 quant à lui stipule : *“Les agences de notation de crédit utilisent des méthodes de notation rigoureuses, systématiques, sans discontinuités et pouvant être validées sur la base de données historiques, y compris des contrôles a posteriori.”* Selon le point 5, les agences doivent établir un suivi des notes émises et doivent évaluer au moins chaque année les méthodes utilisées. L'agence de notation de crédit doit également indiquer de façon claire les limites rencontrées (Annexe I, Section D, Partie I (4)).

Oster (2010) émet une remarque intéressante vis-à-vis de cette règle. Il ajoute en effet que le préambule de la directive 2003/125/CE stipule que les agences émettent leurs opinions. Nous pouvons donc penser qu'une réglementation s'immisçant de manière abusive dans le contenu de la notation serait une atteinte à la liberté de parole et d'opinions (Article 11 de la charte des

droits fondamentaux de l'Union Européenne (2000) et Article 10 de la convention européenne des droits de l'homme (1950)).

Comme mentionné ci-dessus, les dispositions n'énumèrent que des obligations procédurales et organisationnelles. Ainsi, les autorités européennes ne font pas face au risque d'ingérence. Ceci nous paraît être une bonne chose.

#### 2.4.5. Responsabilité civile

Le dernier point que nous voulions examiner est la question de la responsabilité dans le chef des agences de notation de crédit. Comme nous l'avons mentionné, le régime américain faisait encore il y a peu la distinction entre une agence reconnue comme NRSRO et les autres.

Qu'en est-il de la législation européenne ? Un régime de responsabilité civile spécifique aux agences n'est apparu qu'avec le deuxième amendement de la réglementation européenne (règlement 462/2013). Avant, le point 69 du préambule de CRA I (2009) spécifiait : *“Sans préjudice de l'application du droit communautaire, tout recours visant des agences de notation de crédit en relation avec une violation des dispositions du présent règlement devrait être effectué conformément au droit national applicable en matière de responsabilité civile.”*

Norbert Gaillard (2011) dans son ouvrage *Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière* souligne que selon CRA I, il faut analyser le droit spécifique de chaque État membre afin de savoir quel régime de responsabilité s'applique aux agences de notation. Afin d'éviter les actions en responsabilité, les agences s'établissaient donc dans les états avec la législation la plus favorable à leur égard.

CRA III (2013) introduit un titre III bis voué à la responsabilité civile des agences de notation et harmonise au sein de l'Union Européenne les procédures judiciaires envers les agences. L'article 35 bis de ce même règlement stipule : *“Lorsqu'une agence de notation de crédit, de manière intentionnelle ou par négligence grave, a commis l'une des infractions énumérées à l'annexe III et que cette infraction a eu une incidence sur une notation de crédit, un investisseur ou un émetteur peuvent demander réparation à cette agence de notation de crédit pour le préjudice qu'ils ont subi du fait de cette infraction. Un investisseur peut demander réparation au titre du présent article dès lors qu'il établit qu'il s'est raisonnablement appuyé*

*sur une notation de crédit, conformément à l'article 5 bis, paragraphe 1, ou autrement en faisant preuve de toute la diligence requise, pour décider d'investir dans l'instrument financier couvert par cette notation de crédit, de le détenir ou de le céder. Un émetteur peut demander réparation au titre du présent article dès lors qu'il établit que son instrument ou ses instruments financiers sont couverts par cette notation de crédit et que l'infraction n'a pas été causée par des informations trompeuses et inexactes fournies par l'émetteur à l'agence de notation de crédit, directement ou par l'intermédiaire d'informations accessibles au public."*

Comme le mentionne Lequesne-Roth (2017), il n'y a plus d'obligation contractuelle. La responsabilité des agences de notation est donc extracontractuelle. En effet, tout investisseur ou émetteur respectant les conditions établies peut mener une action en responsabilité.

Le point 2 de l'article 35 énonce qu'il incombe à l'investisseur ou à l'émetteur d'amener les preuves indiquant qu'une agence a commis une infraction.

Lequesne-Roth (2017) est assez critique envers le régime de responsabilité mis en place. Selon l'auteure, le fait que ce régime n'ait pas encore été utilisé pour le moment en est la preuve (nous parlons du régime décrit par le règlement 462/2013). Elle avance deux arguments. Tout d'abord, la charge de la preuve incombe à l'émetteur ou l'investisseur, ce qui est un frein pour beaucoup. Ensuite, ce n'est que dans le cadre de faute grave et intentionnelle qu'une procédure judiciaire peut être considérée comme recevable.

Néanmoins, à l'heure actuelle, quelques procès ont déjà été menés contre les agences. En Europe, nous pouvons notamment citer le procès de Standard & Poor's suite à la notation de l'entreprise italienne Parmalat. L'agence américaine a été condamnée à payer 14,5 millions d'euros (la demande de dommages et intérêts demandée initialement par le groupe italien était de 4 milliards d'euros) (Lequesne-Roth, 2017). Dans le cadre de la dégradation de la note souveraine italienne, Standard & Poor's et Fitch Ratings ont également dû répondre de leurs actes. Les analystes et les agences ont cependant été acquittés en première instance. Le procès le plus retentissant a eu lieu aux Etats-Unis. Suite à la crise financière, Standard & Poor's a été contraint de payer 1,4 milliard de dollar. Moody's quant à lui a dû s'acquitter des sommes de 437,5 millions (à verser au Department of Justice) et de 426,3 millions de dollars (à verser aux 19 états plaignants). Il est important de noter que : *"Les investisseurs et émetteurs n'hésitent pas à exploiter les outils classiques de la responsabilité civile et pénale."* (Lequesne-Roth, 2017, p.80).

Le système de droit commun semble plus efficace. Nous pensons donc, comme Lequesne-Roth (2017) et Dieux (2013), qu'il serait utile pour la Commission de repenser le système de responsabilité, de faire marche arrière et de revenir aux critères du droit commun.

Il est intéressant d'analyser de plus près la responsabilité extracontractuelle. Pour ce faire, nous allons nous attarder sur le cas le plus notable : ABN Amro Bank vs Bathurst Regional Council (connu sous le nom Bathurst Appeal).

En effet, en 2012, en Australie, Standard & Poor's a été jugé responsable civilement pour avoir proposé une notation peu diligente. *“Jagot J of the Federal Court of Australia, imposed civil liability on the credit rating agencies Standard & Poor's for losses caused by its negligent and misleading credit rating for a financial product.”* (Sahore, 2015). Ce jugement fait suite à la plainte de conseils locaux, après avoir perdu des millions de dollars en investissant dans un produit financier structuré d'ABN AMRO, noté AAA par Standard & Poor's et revendu par un revendeur local Local Government Financial Services (LGFS). Les appels intentés par l'agence, la banque d'affaire et le revendeur ont été rejetés et ils ont été contraints de payer chacun un tiers des dommages subis par les conseils locaux. Comme le souligne Sahore (2015) : *“The Bathurst Appeal is significant, primarily because it affirmed that a duty to exercise reasonable care and skill can be owed by a CRA to potential investors who rely on its rating.”* (Sahore, 2015, p.438).

## 2.5. Conclusion

Après des années de libre action, les agences de notation devaient être supervisées. Comme nous l'avons mentionné, ceci s'est fait en plusieurs temps. Tout d'abord, leurs activités étaient chapeautées par l'agence IOSCO et son code de conduite. Ensuite, elles se sont vues contraintes de respecter un pacte de directive (FASP) les touchant indirectement. Ce n'est qu'en 2009 que la Commission Européenne émet son premier règlement les contrôlant directement. Deux autres règlements et cinq règlements délégués ont suivi, le tout formant la réglementation CRA.

De manière générale, nous sommes d'avis que la réglementation CRA a un effet positif sur l'activité de notation. Suite aux crises (crise financière de 2007 et crise de la dette souveraine), la Commission a souligné les manquements et les critiques émises et a établi des règles ambitionnant de les solutionner. Avec l'aide d'ESMA, l'autorité européenne essaie de

stimuler la concurrence sur un marché ultra concentré, d'accroître la diligence des investisseurs en rendant le processus de notation transparent et d'annihiler les effets de contagion dûs aux abaissements des notes souveraines. Elle tente également d'effacer les conflits d'intérêts entachant le travail des agences de notation de crédit. Enfin, elle s'évertue à assurer la qualité de la notation et crée un régime de responsabilité civile (bien que peu concluant à l'heure actuelle).

Comme nous l'avons stipulé, ces nouvelles règles ont un coût pour les agences et peuvent avoir un effet pervers sur les petites agences. Cette augmentation des obstacles à l'entrée nous semble inévitable. La Commission semble consciente du problème et tente de le circonscrire au maximum.

Cependant, là où nous pensons que la Commission a échoué réside dans l'omniprésence de l'activité de notation dans la réglementation. Il nous semble que la Commission n'a pas réussi à réduire la dépendance des acteurs financiers envers les notes des agences. La réglementation vise à avertir les investisseurs de la potentielle subjectivité des notes mais n'a pas vertu à réduire la présence des notes dans la législation. En outre, comme nous l'avons montré, le régime de responsabilité n'a pas atteint les objectifs escomptés.

En conclusion, la législation CRA nous semble constituer un bon socle. Il faut être conscient qu'une solution optimale n'existe pas. Les marchés financiers sont imprévisibles et sans doute, des crises futures mettront en évidence d'autres défaillances dans le chef des agences de notation de crédit.

## **VII. Paradoxe de l'opinion**

En conclusion de la partie théorique, il nous apparaît intéressant d'aborder un paradoxe saisissant. En effet, comme mentionné précédemment, les agences font partie intégrante de la législation. Partnoy en 1999 théorise le concept de regulatory license. Il définit ce terme de la manière suivante : *“Absent regulation incorporating ratings, the regulatory license view agrees with the reputational capital view: rating agencies sell information and survive based on their ability to accumulate and retain reputational capital. However, once regulation is passed that incorporates ratings, rating agencies begin to sell not only information but also the valuable property rights associated with compliance with that regulation.”* (Partnoy, 1999, p. 682).

L'auteur précédemment cité stipule que les agences de notation survivent non pas parce qu'elles procurent de l'information au marché mais parce qu'elles diminuent le coût net pour la législation (Partnoy, 1999). Autrement dit, elles substituent le législateur dans ses fonctions et ce pour permettre aux autorités de réduire les coûts. Cette théorie nous semble être excessive. Rhee (2015) mentionne le fait que les agences existaient bien avant que le législateur les incorpore dans la loi. En outre, Rhee mentionne : *"If the procurement of a credit rating is simply the cost of complying with regulatory requirement, there would be no need for voluntarily incurring more compliance costs. But a common industry practice in the credit market is to get two or more rating in any issue, which doubles or triples the fees incurred by an issuer."* (Rhee, 2015, p.165).

Bien que la théorie de Partnoy ait ses détracteurs, elle met en lumière, la dépendance législative envers les agences de notation. Il a été maintes fois signalé dans ce mémoire que pour beaucoup d'acteurs des marchés financiers, avoir une note cible est un prérequis. Ils ne peuvent investir dans des instruments financiers sans que la note de ceux-ci ne soient fiables (par exemple ne pas voir la note descendre en dessous d'investment grade). Néanmoins, les notes émises par les agences ne sont que leur opinion. Cela signifie que la législation se base sur l'avis des agences. D'aucuns peuvent argumenter que cet avis est basé sur une méthodologie complexe et n'est pas le reflet d'une réflexion anodine. Néanmoins, les agences ont montré à travers l'histoire moderne leurs failles et les conséquences que cela pouvait avoir.

En outre, les agences jouent avec ce concept d'avis et se dédouanent de toute responsabilité. Par exemple, dans le prospectus de notation de Standard & Poor's, on peut retrouver la clause de non-responsabilité suivante : *"[...] The credit ratings and observations contained herein are solely statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or make any other investment decisions. Accordingly any user of the information contained herein should not rely on any credit rating or other opinion contained herein in making any investment decision."*

Nous pouvons donc conclure la partie théorique sur le constat de la dépendance législative envers les agences est saisissante. D'un côté les autorités encouragent, voir rendent

obligatoire l'utilisation de l'opinion des agences tandis que celles-ci exposent publiquement qu'elles ne sont pas toujours dignes de confiance (Petitjean, 2012).

## D. Partie pratique

Après avoir posé les bases théoriques et expliqué le contexte dans lequel les agences de notation se développent, nous allons tenter d'apporter différentes pistes d'amélioration.

Nous débuterons notre analyse en décrivant la méthodologie utilisée par les trois principales agences de notation.

Nous analyserons par la suite le marché européen de la notation sous différents aspects. Nous poserons alors une réflexion sur la possibilité et la pertinence de mettre en place une agence compétitive qui bouleverserait les standards actuels.

Pour cela, nous allons d'abord définir ce à quoi correspond une agence de notation susceptible d'être compétitive et d'entrer en concurrence avec l'oligopole en place actuellement. Nous développerons pour ce faire, une analyse chiffrée où nous décrirons les revenus générés par Moody's, Fitch Ratings et Standard & Poor's, leurs totaux bilantaires, le nombre de personnes employés, ...

Ensuite, nous nous attarderons sur les formes alternatives d'agences de notation. Nous aborderons la nécessité et la faisabilité de mettre en place une agence compétitive européenne ou publique, voire les deux. Nous aborderons également les limites du recours aux agences de notation dans le cadre législatif.

In fine, nous passerons en revue les projets d'agences de notation tentant de bouleverser les standards.

## VIII. Processus de notation : Analyse de la méthodologie

Afin de présenter leur fonctionnement, nous avons choisi de nous intéresser aux différentes méthodologies employées par les 3 principales agences afin de fournir leurs notations.

### 1. Moody's

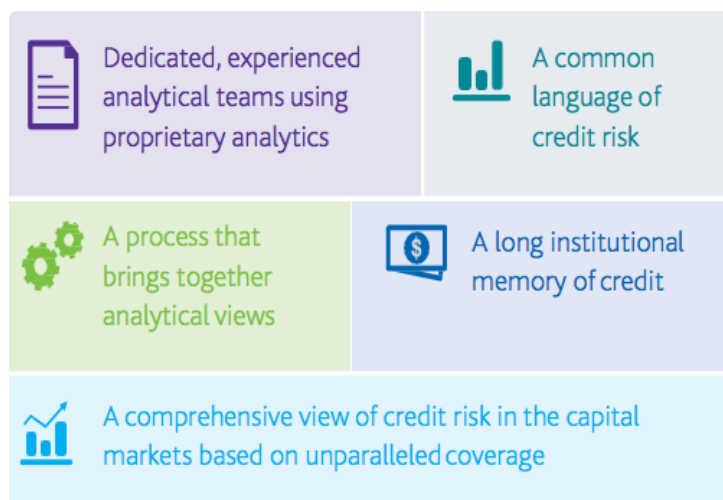
Moody's Investors Service [MIS] (2017) définit le risque de crédit de la manière suivante : *"We define credit risk as the risk that an entity may not meet its contractual, financial obligations as they come due and any estimated financial loss in the event of default. The risk is inherent in bank loans, fixed-income securities and other financial products (...) Assessing the credit financial risk in these loans and instruments is what Moody's Investors service does."*

L'objectif de l'évaluation de ce risque est de rendre cette évaluation disponible et compréhensible pour les investisseurs. Un point central dans leur méthodologie est d'offrir des points de comparaison entre des actifs issus de différentes zones géographiques, sous différentes formes et provenant de différents marchés. La mise en place d'un système permettant de comparer cette variété d'actifs est primordial car le marché des capitaux est actuellement global, interconnecté et offre une infinité de possibilités (MIS, 2017).

Le schéma ci-dessous (MIS, 2017) représente la méthodologie utilisée. Celle-ci met en avant les éléments clés afin de fournir la prédiction la plus juste possible sur la notation attribuée. Au travers de cette méthodologie, Moody's entend mettre certains attributs clés en avant.



Le schéma suivant (MIS, 2017) représente les objectifs poursuivis au travers de leur méthodologie.



En raison de la volonté affichée par la Commission Européenne de prendre en compte des facteurs environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance (ESG), MIS a élargi les facteurs analysés, en prenant en compte ceux relatifs à ESG (MIS, 2017). Le schéma suivant (MIS, 2017) présente la manière dont ces facteurs ESG sont incorporés dans la notation attribuée.

La volonté est de contribuer au développement au sein de l'Union Européenne d'un marché des capitaux robuste et durable.

Afin de garder son objectivité et d'éviter au maximum les erreurs de notation, Moody's a mis en place différents systèmes. La qualité de leur notation est assurée par une multitude de contrôles internes. Ainsi, chaque filiale (Moody's France SAS ou Moody's Investors Services EMEA Ltd. par exemple) est supervisée par la maison-mère. A cela s'ajoute différents départements qui remplissent chacun leur propre rôle tout en assurant une fonction de contrôle. Il y a par exemple l'internal Audit, l'entreprise risk management, le code of conduct ou encore le management of conflicts of interests. De plus, Moody's publie ses notes afin que les tiers puissent disposer d'un avis critique sur l'ensemble des notations émises par le passé. Grâce à la législation en place, une rotation concernant les analystes et les entités sur lesquelles ils travaillent est obligatoire. Ainsi, une rotation de quatre années est mise en place pour les analystes en chef à l'exception de ceux traitant des notations souveraines pour lesquels la rotation est de cinq ans. La rotation se met en place de la manière suivante : A la fin de leur période (4 ou 5 ans), les analystes doivent observer une période de minimum deux ans durant laquelle ils ne s'engageront plus dans des activités de notation relatives à la même entité. Ce système est un gage de qualité de notation car il permet d'avoir un renouvellement de points de vue et évite de tomber dans une certaine routine.

## **2. Standard and Poor's**

Standard & Poor's a également rendu public une description de son processus de notation. Avant tout, ils tiennent à préciser que de manière générale, la première étape de cette notation est la demande de la part de l'entité de recevoir une notation. Standard & Poor's fournira celle-ci uniquement si elle considère avoir accès à suffisamment d'informations de qualité afin de pouvoir évaluer la probabilité de défaut. L'analyse qui s'en suit inclut différents types de données : elles sont relatives à l'historique et aux projections liées aux informations financières, au secteur d'activité, économique, comparaison avec la concurrence et détails des plans financiers. Ensuite, rentrent en compte la structure de l'entité, la stratégie financière, l'expérience et la crédibilité du management en place. D'autres données s'ajoutent alors en fonction des actifs dont il est question (S&P Global Ratings, 2018).

La notation attribuée est alors déterminée par le vote d'un Rating Committee, et non par un analyste seul. Lors de ce comité, les informations pertinentes sont exposées et discutées. Le

président de celui-ci a pour rôle de s'assurer que le comité est pertinemment constitué, qu'il remplit les critères de notation propres à Standard & Poor's, que toutes les informations pertinentes ont été révélées et prises en compte, qu'il est en accord avec le code de conduite, les procédures et les politiques de S&P Global Rating et enfin qu'ils arrivent à un accord sur la notation (S&P Global Ratings, 2018).

Ensuite, S&P informera l'entité notée de la notation qu'elle lui a attribué avant de la publier sauf clauses contraires. Il existe toujours la possibilité de faire un appel si des informations pertinentes sont proposées. Ainsi, le Rating Committee se rassemblera de nouveau afin de changer la notation ou de maintenir l'originale (S&P Global Ratings, 2018).

Le graphique ci-dessous (Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014) illustre les facteurs clés pris en compte par S&P lors de leur processus de notation.

### **3. Fitch Ratings**

Fitch Ratings a également une procédure et un code de conduite et d'éthique à respecter. Comme pour les autres agences, les notations attribuées se basent également sur une série de critères. Fitch Ratings fait appel à des matrices quantitatives et qualitatives. Celles-ci sont adaptées en fonction du secteur d'activité dans lequel se trouve l'entité notée. Ainsi, il existe différentes matrices pour les branches d'activité suivantes : Corporates, Banks/Financial Institutions, Insurance, Public Finance/ Sovereigns, Infrastructure & project Finance et enfin Structured Finance (Fitch Ratings, 2018).

Afin de déterminer ses notations, les informations utilisées proviennent de différentes sources telles que des rapports d'évaluation de risque ou des prévisions. Ainsi, un groupe d'analystes traitera ces informations en tenant compte des données macro-économiques, des événements propres au marché traité ou de toute autre donnée jugée pertinente. Ces analystes jugeront si les informations disponibles sont suffisantes à l'élaboration d'une notation (Fitch Ratings, 2016).

Les notations attribuées par Fitch Ratings se font au travers d'un Committee process durant lequel les observations des analystes sont discutées. Tout comme le Rating Committee présent chez S&P, Fitch Ratings établit des règles strictes relatives à sa composition (Fitch Ratings, 2016). Par la suite d'autres règles sont également présentes tout au long du processus. Elles traitent notamment des divergences d'opinion, de la surveillance, du timing ou encore des standards de qualité à respecter (Fitch Ratings, 2006).

## **IX. Analyse du marché européen de la notation**

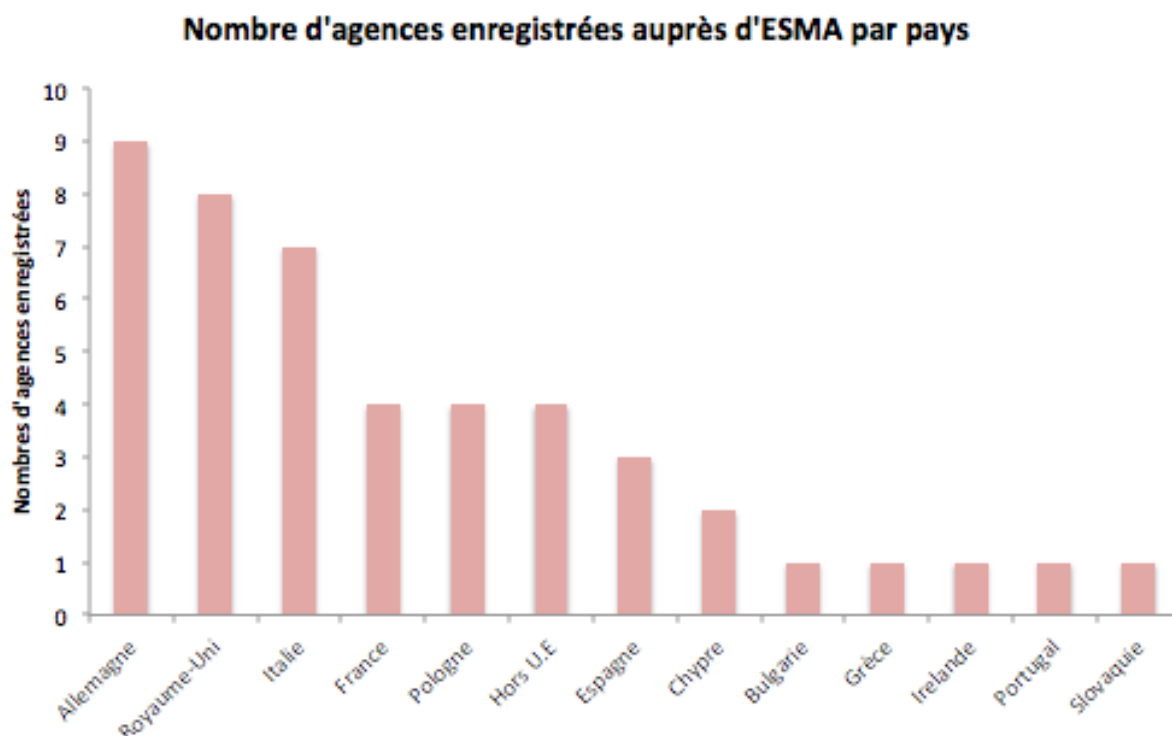
### **1. Agences enregistrées auprès d'ESMA**

Actuellement, 45 agences de notation sont enregistrées auprès d'ESMA. Comme nous l'avons mentionné, l'enregistrement est une condition sine qua non afin de mener des activités de notation au sein de l'Union Européenne. *“Action, leading to supervisory measures and fines will be systematically taken by ESMA against firms that conduct credit rating activities without registration or, where appropriate, certification in the EU. Any firm planning to issue credit ratings should immediately apply to ESMA for registration.”* (ESMA, s.d).

Une agence de notation est enregistrée uniquement si elle prouve pouvoir remplir les conditions d'admission. Ainsi, elle devra fournir de nombreux documents tels que ses business plans, ses sources de financement, sa structure de gestion ou encore sa méthodologie pour attribuer les notations. Sur base de ces documents, les analystes d'ESMA décideront si les conditions d'admission sont remplies.

| Nom de l'agence                                      | Pays              |
|------------------------------------------------------|-------------------|
| Euler Hermes Rating GmbH                             | Allemagne         |
| Japan Credit Rating Agency Ltd                       | Japon             |
| BCRA-Credit Rating Agency AD                         | Bulgarie          |
| Creditreform Rating AG                               | Allemagne         |
| Scope Ratings GmbH                                   | Allemagne         |
| ICAP Group SA                                        | Grèce             |
| GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH | Allemagne         |
| ASSEKURATA                                           | Allemagne         |
| Assekuranz Rating-Agentur GmbH                       |                   |
| ARC Ratings, S.A.                                    | Portugal          |
| AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)         | Grande-Bretagne   |
| DBRS Ratings Limited                                 | Grande - Bretagne |
| Fitch France S.A.S.                                  | France            |
| Fitch Deutschland GmbH                               | Allemagne         |
| Fitch Italia S.p.A.                                  | Italie            |
| Fitch Polska S.A.                                    | Pologne           |
| Fitch Ratings España S.A.U.                          | Espagne           |
| Fitch Ratings Limited                                | Grande - Bretagne |
| Fitch Ratings CIS Limited                            | Grande - Bretagne |
| Moody's Investors Service Cyprus Ltd                 | Chypre            |
| Moody's France S.A.S.                                | France            |
| Moody's Deutschland GmbH                             | Allemagne         |
| Moody's Italia S.r.l.                                | Italie            |

| Nom de l'agence                                 | Pays              |
|-------------------------------------------------|-------------------|
| Moody's Investors Service España S.A.           | Espagne           |
| Moody's Investors Service Ltd                   | Grande - Bretagne |
| S&P Global Ratings France SAS                   | France            |
| S&P Global Ratings Europe Limited*              | Irlande           |
| CRIF Ratings S.r.l. (previously CRIF S.p.a.)    | Italie            |
| Capital Intelligence Ratings Ltd                | Chypre            |
| European Rating Agency, a.s.                    | Slovaquie         |
| Axesor Risk Management SL                       | Espagne           |
| Cerved Rating Agency S.p.A.                     | Italie            |
| Kroll Bond Rating Agency                        | USA               |
| The Economist Intelligence Unit Ltd             | Grande Bretagne   |
| Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe) | Italie            |
| Spread Research                                 | France            |
| EuroRating Sp. z o.o.                           | Pologne           |
| HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings) | Mexique           |
| Moody's Investors Service EMEA Ltd              | Grande - Bretagne |
| Egan-Jones Ratings Co. (EJR)                    | USA               |
| modeFinance S.r.l.                              | Italie            |
| INC Rating Sp. z o.o.                           | Pologne           |
| Rating-Agentur Expert RA GmbH                   | Allemagne         |
| Kroll Bond Rating Agency Europe Limited         | Irlande           |
| SPMW Rating Sp. z o.o.                          | Pologne           |



Parmi les 45 agences reconnues, seules quatre sont basées en dehors de l'Union Européenne. Il s'agit de Japan Credit Rating Agency, HR Ratings de México ainsi que les deux agences basées aux Etats-Unis Kroll bond Rating Agency et Egan-Jones Ratings Co. Le graphique ci-dessus présente la répartition par pays des agences enregistrées.

Il est important de préciser que le graphe prend en compte les filiales de Moody's Corporation, Standard & Poor's Global Inc. et de Fitch Ratings. Néanmoins, bien que les filiales soient implantées dans des pays européens, elles sont détenues entièrement par les maisons mères américaines.

## **2. Structures légales**

La précision faite au point ci-dessus nous pousse à mettre en évidence la structure légale des trois agences ayant le rôle de leader sur le marché et de leurs filiales.

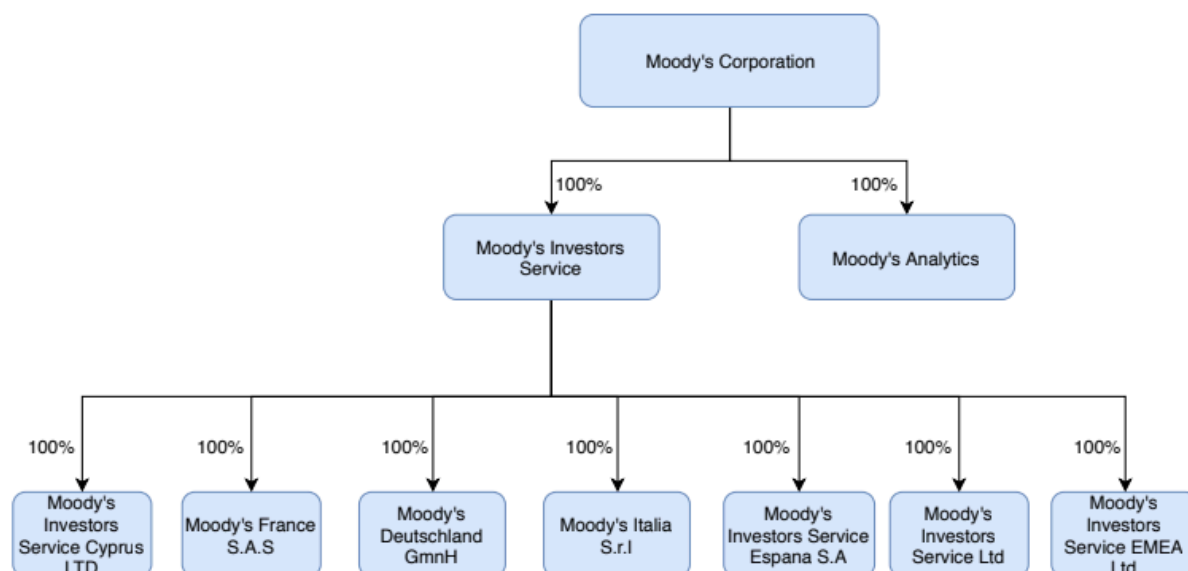
## 2.1. *Moody's*

| Moody's                              |                 |
|--------------------------------------|-----------------|
| Moody's Investors Service Cyprus Ltd | Chypre          |
| Moody's France S.A.S.                | France          |
| Moody's Deutschland GmbH             | Allemagne       |
| Moody's Italia S.r.l.                | Italie          |
| Moody's Investors Service Espana     | Espagne         |
| Moody's Investors Service Ltd        | Grande-Bretagne |
| Moody's Investors Service EMEA Ltd   | Grande-Bretagne |

Les sept filiales de Moody's sont détenues à 100 % par l'entreprise Moody's Corporation (MCO). Néanmoins, l'entreprise constituée dans le Delaware et listée au NYSE (New York Stock Exchange) possède un contrôle indirect sur les sept filiales. En effet, Moody's Corporation est constitué de deux entreprises : Moody's Investors Service et Moody's Analytics.

Les sept filiales européennes sont sous le joug direct de Moody's Investors Service.

A l'exception de Moody's Investors Service España S.A., les filiales de MCO sont des sociétés anonymes à responsabilité limitée. La filiale espagnole quant à elle est une société anonyme (Moody's EU transparency report, 2017).

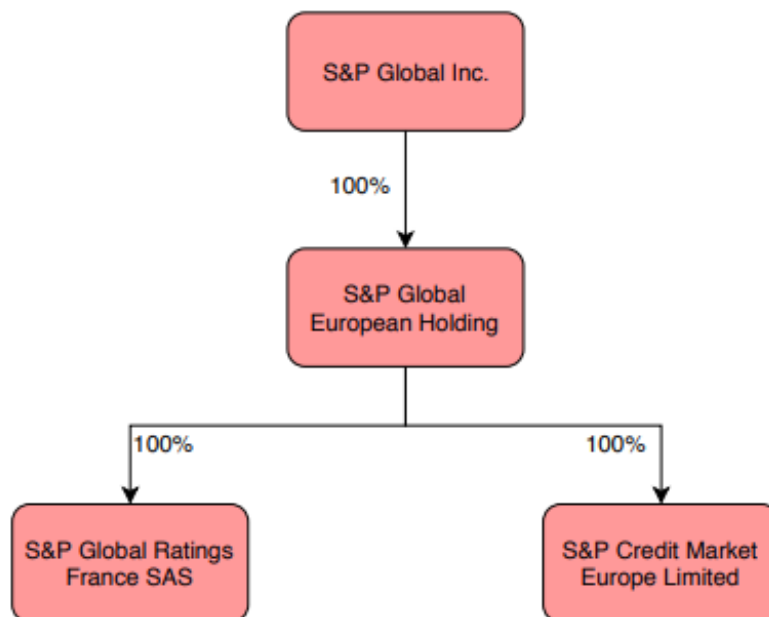


## 2.2. *Standard and Poor's*

| Standard & Poor's                              |         |
|------------------------------------------------|---------|
| S&P Global Ratings France S.A.S.               | France  |
| Standard & Poor's Credit Market Europe Limited | Irlande |

La structure des filiales européennes de Standard & Poor's est similaire à celle de Moody's. Les deux filiales sont détenues à 100 % par Standard & Poor's Global Inc., l'agence américaine. Standard & Poor's Global Inc. est listée au NYSE. Tout comme Moody's Corporation, celle-ci possède un contrôle indirect. Une société intermédiaire vient se situer entre les filiales européennes et la maison mère américaine, Standard & Poor's Global European Holding. Ce holding financier est situé à Luxembourg et est directement contrôlé par Standard & Poor's Global Inc. Une autre remarque peut être émise, Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited possède des succursales basées en Allemagne, Pologne, Suède, Espagne, Russie, Afrique du Sud, Dubaï et en Arabie Saoudite. Ces succursales ne sont pas à proprement parlé des filiales et ne possèdent donc pas de personnalité juridique.

Les deux filiales sont des sociétés à responsabilité limitée (Standard & Poor's EU transparency report, 2017).

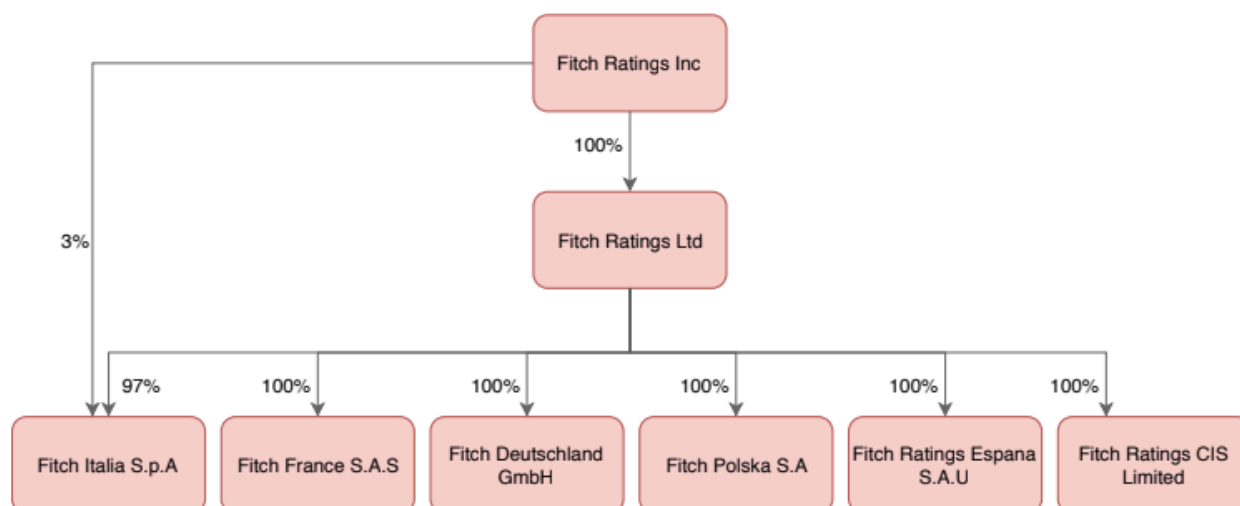


### 2.3. *Fitch Ratings*

| Fitch Ratings               |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| Fitch France S.A.S.         | France          |
| Fitch Deutschland GmbH      | Allemagne       |
| Fitch Italia S.p.A.         | Italie          |
| Fitch Polska S.A.           | Pologne         |
| Fitch Ratings Espana S.A.U. | Espagne         |
| Fitch Ratings Limited       | Grande-Bretagne |
| Fitch Ratings CIS Limited   | Grande-Bretagne |

Dans son rapport de transparence soumis à ESMA (2017), l'agence de notation décrit la structure de ses filiales. Cette structure diffère des autres agences. En effet, Fitch France S.A.S, Fitch Deutschland GmbH, Fitch Polska S.A, Fitch Ratings España S.A.U et Fitch Ratings CIS Limited sont détenus à 100 % par Fitch Ratings Ltd, société basée à Londres. Elles ne répondent donc pas directement à la maison mère américaine. Fitch Italia S.p.A. est quant à elle détenue à 97 % par Fitch Ratings Ltd et à 3 % par Fitch Ratings, Inc., la maison mère basée aux Etats-Unis. Fitch Ratings Ltd est-elle détenue à 100 % par Fitch Ratings Inc. Fitch Ratings Inc appartient au holding Fitch Group. Fitch Group appartient à 20 % à Fimalac et à 80 % au groupe privé Hearst. Fimalac et Hearst ne sont pas cotés en bourse.

Nous pouvons donc remarquer que les activités des filiales européennes sont supervisées par une société dont le siège social est en Europe (Fitch Ratings Ltd). Outre les filiales européennes, Fitch Ratings Ltd supervise les activités du groupe en Asie, Australie, Amérique du Sud, Afrique, Moyen-Orient et Turquie (des filiales de Fitch Ratings y sont établies). Les filiales italiennes et polonaises sont des sociétés anonymes. Les autres sont des sociétés anonymes à responsabilité limitée.



### 3. Analyse chiffrée

#### 3.1. Chiffre d'affaires

Comme stipulé dans la partie cadre légal, les agences de notation doivent chaque année soumettre un rapport de transparence à ESMA. Afin d'être le plus précis possible, nous avons basé nos calculs sur les rapports les plus récents (rapports établis pour l'année 2017 et soumis en mars 2018).

| Chiffre d'affaires en millions d'euros |         |                   |               |
|----------------------------------------|---------|-------------------|---------------|
|                                        | Moody's | Standard & Poor's | Fitch Ratings |
| Ancillary Services                     | 29,9    | 4,01              |               |
| Corporate                              | 145,2   | 324,58            | 138,26        |
| Public, project & infrastructure       | 39,9    |                   |               |
| Structured                             | 57,8    | 57,75             | 39,69         |
| Financial Institutions                 | 58      | 129,79            |               |
| Sovereign                              | 5,4     | 44,97             | 33,76         |
| Total                                  | 306,3   | 557,1             | 211,7         |

| Chiffre d'affaires en millions d'euros |               |
|----------------------------------------|---------------|
|                                        | Fitch Ratings |
| Total                                  | 211,7         |
| Chiffre d'affaires généré en Europe    | 183,09        |

Pour le calcul du chiffre d'affaires des agences, nous avons dû émettre plusieurs hypothèses :

- a. Nous pensons qu'une potentielle agence de notation européenne devrait être comparable aux trois agences leader sur le marché. En effet, afin de constituer une alternative crédible, celle-ci devrait être compétitive. C'est pourquoi, nous nous sommes concentrés sur les chiffres de Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings. En outre, nous nous sommes axés sur les chiffres d'affaires des activités européennes de ces trois agences. A cet égard, une précision doit être établie. Comme nous l'avons expliqué dans la description de la structure légale des agences, Fitch Ratings est la seule agence possédant un siège social en Europe. Certaines des activités menées par les succursales européennes de l'agence génèrent un revenu qui n'est pas imputable à une activité menée au sein de l'Union Européenne. Il nous semblait crucial d'établir la distinction.
  
- b. Pour distinguer les différentes catégories de notation, nous nous sommes basés sur la différenciation la plus fine, celle proposée par Moody's. En effet, chaque agence décide de sa propre classification et de la définition qui en découle. La catégorie "public, project & infrastructure" est divisée en deux par Standard & Poor's. L'agence considère les notes à l'égard des émetteurs internationaux publics comme des notations de dettes souveraines. Les notes issues de projets et d'infrastructures, quant à elles, font partie de la notation d'entreprise. Fitch pour sa part, distingue la notation d'institutions financières entre la notation d'entreprises et la notation de dettes souveraines. De plus elle divise la classe "public, project & infrastructure" en deux. La notation d'institutions publiques fait partie de la notation souveraine. Les deux autres types de notation se rapportent à la notation d'entreprise. Nous sommes conscients que cette classification n'est pas complètement exacte et que certaines catégories se chevauchent. Néanmoins, cela nous permet d'émettre une bonne approximation du chiffre d'affaires généré par les différents types de notation.
  
- c. Dans les rapports de transparence, les agences ne transmettent pas le montant généré par les services accessoires par catégorie de notation. C'est pourquoi, nous avons décidé de souligner le montant total des services accessoires. Il est néanmoins important de garder à l'esprit qu'une part des revenus des différentes sortes de notation est composée des services accessoires offerts. Dans son rapport de transparence, Fitch

Ratings souligne qu'aucune de ses branches européennes n'offrent ce type de service et donc n'en génère aucun revenu.

- d. Les agences sont établies dans différents pays européens et rapportent le chiffre d'affaires des entités dans différentes devises. Nous avons utilisé les taux de change établis le 31/12/2017. Ceux-ci sont les suivants :

- i. 1 euro = 0.8881 livre sterling
- ii. 1 euro = 4.1758 zloty polonais

A titre d'information, un rapport du sénat français (2010) présente la répartition géographique du chiffre d'affaires des trois grandes agences de notation de crédit. Pour établir ce tableau, le sénat français se base sur une étude faite par la Commission Européenne dans le cadre de la modification du règlement des agences de notation. Il est important de mentionner que ce rapport date de 2010. Certes, la répartition géographique a évolué, néanmoins, ce tableau permet de donner un ordre de grandeur.

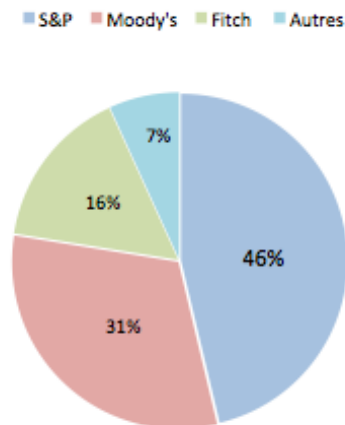
| Répartition géographique du chiffre d'affaires (2010) |         |                   |               |
|-------------------------------------------------------|---------|-------------------|---------------|
|                                                       | Moody's | Standard & Poor's | Fitch Ratings |
| Etats-Unis                                            | 53,6%   | 70,8%             | 37,9%         |
| Europe                                                | 30,9%   | 16%               | 33,1%         |
| Reste du monde                                        | 15,5%   | 13,2%             | 29%           |

### ***3.2. Parts de marché en fonction du chiffre d'affaire***

Chaque année, ESMA établit un rapport dans lequel elle calcule la part de marché des agences en fonction du chiffre d'affaires généré au niveau du groupe au sein de l'Union Européenne. Les données sont reprises dans le tableau ci-dessous. Nous avons décidé de nous concentrer sur les dix plus grosses agences. Nous avons également voulu pointer la performance de la seule agence publique (European Rating Agency). Il est important de mentionner que les calculs d'ESMA sont basés sur le chiffre d'affaires de 2016.

| Agences de notation        | %     |
|----------------------------|-------|
| Standard & Poor's          | 46,26 |
| Moody's                    | 31,27 |
| Fitch Ratings              | 15,65 |
| DRBS Ratings               | 1,87  |
| CERVED rating agency       | 0,97  |
| AM Best Europe Rating Se   | 0,9   |
| The Economist Intelligence | 0,69  |
| CreditReorm Rating         | 0,53  |
| Scope Ratings              | 0,46  |
| GBB-Rating                 | 0,35  |
| European Rating Agency     | <0,01 |

### Parts de marché selon le chiffre d'affaire



Plusieurs indicateurs permettent de déterminer la concentration d'un secteur. Le premier consiste à additionner les parts de marché des trois principaux acteurs. Ainsi, sur le marché européen, en additionnant les parts de Moody's, Fitch Ratings et Standard & Poor's nous obtenons une concentration du marché de :

$$\sum \text{parts de marché leaders} = 46,26\% + 31,27\% + 15,65\% = 93,18\%$$

Le deuxième indicateur utilisé afin de traiter de la concentration d'un marché est le Herfindahl-Hirschman Index. Celui-ci se calcule de la manière suivante<sup>1</sup> :

$$\begin{aligned} \sum (\text{parts de marché})^2 &= 46,26^2 + 31,27^2 + 15,65^2 + 1,87^2 + 0,97^2 + 0,9^2 + 0,69^2 + 0,53^2 \\ &+ 0,46^2 + 0,35^2 = 3369,0619 \end{aligned}$$

L'interprétation de l'Herfindahl-Hirschman Index (HHI) se fait de la manière suivante. Au plus cet indicateur est proche de 10000, au plus le marché en question est saturé. Au contraire, lorsque celui-ci se rapproche de 0, la concentration diminue. Lorsque cet indice se situe en dessous 1500, le marché est considéré comme concurrentiel, lorsqu'il se situe entre 1500 et 2500, il est modérément concentré. Enfin, lorsqu'il excède 2500 le marché est hautement concentré (The United States Department of Justice, 2015).

<sup>1</sup> Une précision doit être apportée à ce calcul, il ne prend en compte que les 10 principales agences.

En ce qui concerne les agences de notation sur le marché européen, le HHI apporte une confirmation de la présence d'un oligopole et de la nette concentration des parts de marché entre peu d'acteurs.

### 3.3. Total bilantaire

| Total bilantaire en millions € |         |                   |
|--------------------------------|---------|-------------------|
|                                | Moody's | Standard & Poor's |
| Actifs CT                      | 2146,6  | 3596,7            |
| Actifs LT                      | 5002,2  | 4243,1            |
| Total Actif                    | 7148,8  | 7839,8            |
|                                |         |                   |
| Dettes CT                      | 1716,3  | 2673,4            |
| Dettes LT                      | 5528    | 3404,6            |
| Total Dette                    | 7244,3  | 6078              |
| Fonds Propres                  | -95,6   | 1761,8            |
| Total Passif                   | 7148,7  | 7839,8            |

Les chiffres présentés dans le tableau ci-dessus représentent l'activité de Standard & Poor's Global et de Moody's au niveau mondial pour l'année 2017. Ils sont issus de la plateforme d'information économique et financière Bloomberg. Il est important de mentionner que les chiffres présentés ne sont pas uniquement liés à l'activité de notation.

En outre, comme nous l'avons mentionné, ni Fitch Ratings ni ses sociétés détentrices (Hearst et Fimalac) ne sont cotés en bourse. Ils n'ont donc pas les mêmes obligations quant à la transparence de l'information financière. Nous ne pouvons donc présenter des chiffres fiables pour cette agence.

Différentes constatations peuvent être tirées de ce tableau :

- Nous pouvons premièrement calculer le Current Ratio. Celui-ci permet de réaliser si une firme est capable de rembourser ses dettes à court-terme et ses obligations à long-terme. Ce ratio se calcule de la manière suivant :  $\frac{\text{Actifs CT}}{\text{Dettes CT}}$ 
  - Standard & Poor's :  $\frac{3596,7}{2673,4} = 1,345$
  - Moody's :  $\frac{2146,6}{1716,3} = 1,251$

Les résultats des deux entreprises démontrent que leur liquidité est bonne. En effet, un ratio inférieur à 1 est interpellant car il signifie que l'entreprise n'est pas en état de payer ses redevances lorsqu'elles arriveront à terme. Dans ces cas-ci, le constat est différent et témoigne de la bonne santé financière de ces agences de notation.

- Il est également pertinent de regarder la solvabilité des agences de notation. Le ratio que nous avons choisi d'utiliser est le Debt Ratio. Celui-ci exprime le pourcentage des actifs financés par l'endettement. Au plus ce ratio est élevé au plus le levier financier d'une entreprise est élevé. Cela signifie que son risque financier est intense. Ce ratio se calcule de la manière suivante :  $\frac{\text{Endettement}}{\text{Total des actifs}}$

- Standard & Poor's :  $\frac{(2673,4+3404,6)}{(3596,7+4243,1)} = 0,775$

- Moody's :  $\frac{(1716,3+5528)}{(2146,6+5002,2)} = 1,013$

Ces deux agences possèdent très peu de fonds propres. Par conséquent, leurs ratios sont très élevés. En effet, elles ne se financent presque uniquement au moyen de dettes. Concernant, Moody's ce ratio est supérieur à 100% en raison de la présence de fonds propres négatifs. Les informations disponibles ne permettent pas de se faire une idée précise sur cette raison.

### 3.4. *Employés*

| Nombre d'employés |         |                   |               |
|-------------------|---------|-------------------|---------------|
|                   | Moody's | Standard & Poor's | Fitch Ratings |
|                   | 694     | 551               | 765           |

| Classifications des employés |                   |
|------------------------------|-------------------|
|                              | Standard & Poor's |
| Analystes                    | 456               |
| Contrôle                     | 60                |
| Management                   | 35                |

| Rôle des analystes     |               |
|------------------------|---------------|
|                        | Fitch Ratings |
| Corporate              | 103           |
| Financial Institutions | 110           |
| Structured Finance     | 132           |
| Sovereign              | 55            |

Au travers du rapport de transparence soumis chaque année à ESMA, les agences de notation décrivent le nombre de personnes qu'elles emploient. Comme précédemment, nous nous pencherons davantage sur les trois agences principales. Les données sont issues des rapports pour l'année 2017.

Chaque agence a la liberté de soumettre cette information sous la forme qu'elle souhaite. Par souci de lisibilité, nous avons décidé dans le premier tableau de regrouper le nombre total d'employés pour chacune des trois grandes agences.

Paradoxalement, Fitch Ratings emploie le plus de personnes au sein du continent européen. Nous pensons que cela est dû à la structure juridique de cette agence. Comme nous l'avons stipulé, Fitch Ratings Ltd supervise des activités non européennes mais est incorporée à Londres. Elle requiert donc des employés qui ne sont pas directement impliqués dans l'activité européenne.

Au tableau général, nous avons voulu ajouter deux informations plus précises. Les deux tableaux présentés n'ont pas vocation à comparer les agences entre elles, mais à donner une indication de manière générale sur la structure des agences.

Premièrement, Standard & Poor's spécifie le nombre d'analystes, le nombre d'employés chargés du contrôle des notations et méthodologies utilisées et le nombre de managers. Sans surprise, les analystes représentent la large majorité du staff.

Deuxièmement, le rapport de Fitch Ratings permet de distinguer combien d'employés sont en charge des notations relatives aux entreprises, aux institutions financières, aux produits structurés et aux états et institutions étatiques. Les produits structurés requièrent le plus grand nombre de personnes. La complexité et l'importance de ces produits en sont probablement l'explication.

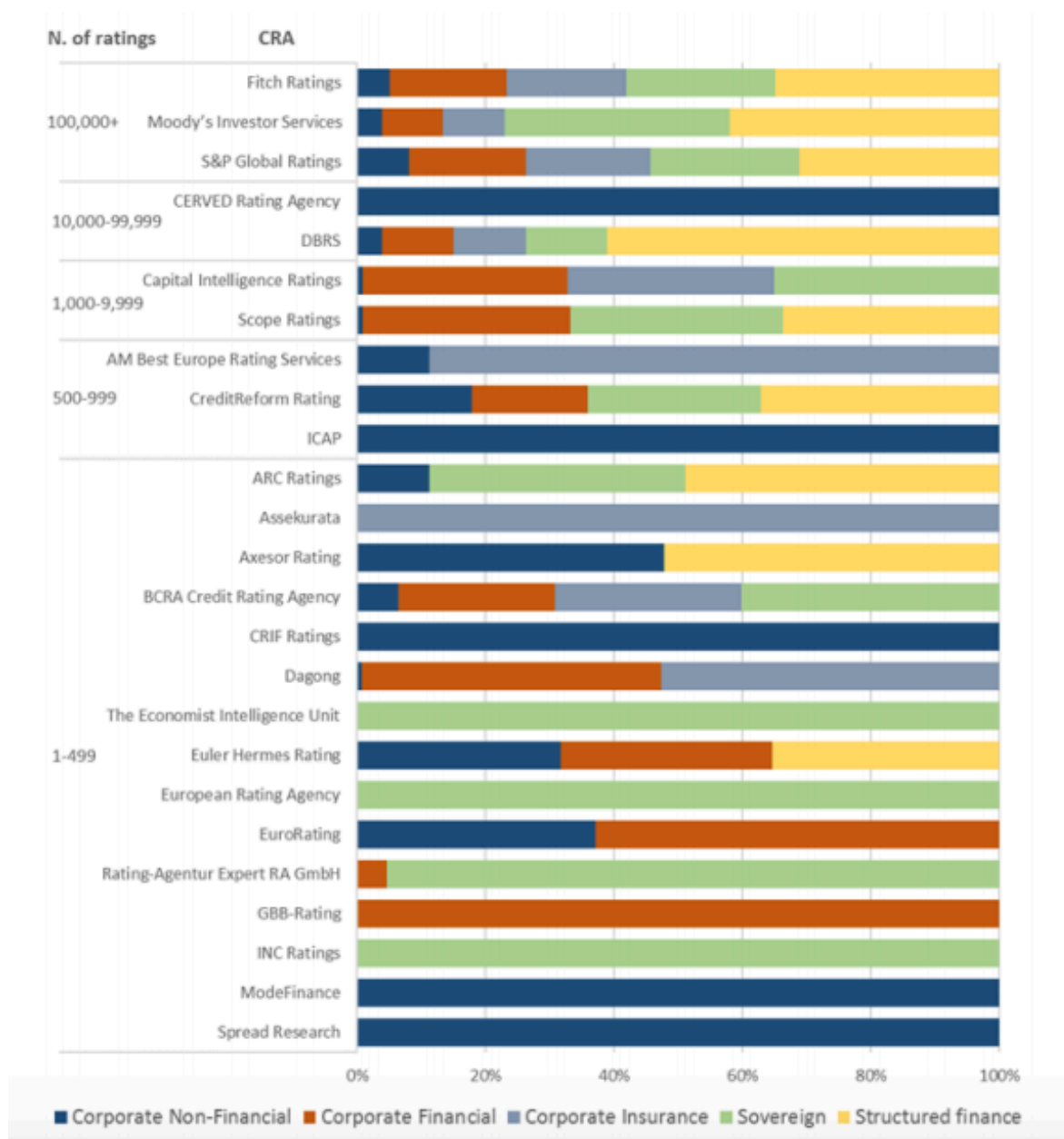
### 3.5. *Nombre de notations émises*

| Nombre de notations          |         |                   |               |
|------------------------------|---------|-------------------|---------------|
|                              | Moody's | Standard & Poor's | Fitch Ratings |
| Corporate ratings            | 1974    | 4922              | 1499          |
| Covered Bonds                | 5928    | 4027              | 1756          |
| Sovereign and Public Finance | 291     | 315               | 522           |
| Structured Finance           | 3352    | 2632              | 2746          |
| Total                        | 11545   | 11896             | 6523          |

ESMA publie sur la plateforme CEREP un suivi des notations proposées par les agences enregistrées auprès d'ESMA. Les informations suivantes sont accessibles sur cette plateforme :

- Nombre de notations émises
- Le taux de défaut des produits notés
- Les matrices de transition de notation

Les données du tableau représentent les notations liées à des entreprises/institutions publiques ou produits structurés européens. ESMA a décidé de faire une distinction entre les Covered Bonds et les produits financiers structurés. En outre, il est important de mentionner que les chiffres présentés reflètent les notations émises pour l'année 2017.



Le tableau ci-dessus présente une classification des notes émises en Europe par les agences enregistrées auprès d'ESMA. Il est issu du rapport établi par ESMA le 20 décembre 2017 et faisant état de la compétitivité du marché.

A l'inverse du tableau précédent, ESMA classe les notations en cinq catégories : les notations d'entreprises non-financières, d'entreprises financières, d'entreprises d'assurance, d'états et des produits structurés. Les agences sont rangées en fonction du nombre total de notes émises.

A l'aide des deux tableaux, nous pouvons tirer les conclusions suivantes.

Tout d'abord, Standard & Poor's et Moody's sont les deux agences les plus prolifiques en termes de notations émises. Ceci va de pair avec l'étude de compétitivité qui montrait que Standard & Poor's est l'agence la plus importante sur le sol européen suivie de Moody's et de Fitch Ratings.

Ensuite, les notes à l'égard des produits financiers structurés représentent la majeure partie du travail des agences. Plus de 30% des notes émises sont liées à ce type de produits financiers.

Enfin, au plus les agences sont petites au plus elles se spécialisent dans un type de produits. En effet, le deuxième tableau montre qu'une seule agence (à savoir DBRS), hors du trio classique, propose de noter les émetteurs de tous les secteurs.

### ***3.6. Coûts pour les émetteurs***

| Marge d'exploitation en pourcentage | Moody's | Standard & Poor's |
|-------------------------------------|---------|-------------------|
|                                     | 54,2    | 53,6              |

Les données reprises dans le tableau ci-dessus sont issues de la plateforme Bloomberg et représentent la marge d'exploitation de Moody's et de Standard & Poor's pour l'année 2017. Les marges d'exploitation présentées sont uniquement liées à l'activité de notation.

La marge d'exploitation ou marge opérationnelle est le rapport entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires. Celle-ci permet de connaître la viabilité de l'entreprise à long-terme. En effet, cette dernière met en avant les revenus générés uniquement par l'activité de l'entreprise sans prendre en compte les résultats financiers et exceptionnels (Brealey, Myers et Marcus, 2012).

De ce point de vue-là, les agences de notation n'apparaissent pas en difficulté. En effet, avec des marges d'exploitation de plus de 50 %, les agences sont largement rentables. Nous analyserons par la suite et de manière plus détaillée les conséquences générales de ces marges élevées. Néanmoins, nous pouvons d'ores et déjà mentionner que les émetteurs paient les notes émises au prix fort.

## **X. Agence de notation européenne**

### **1. Structure juridique**

Il nous apparaissait primordial d'étudier la procédure et la structure juridique qu'une agence de notation européenne requiert. Ainsi, nous allons tenter d'apporter une piste de solution quant à la forme la plus pertinente à mettre en place.

Dans le cadre de la constitution d'une agence de notation européenne se voulant différente des autres, et ayant ses propres caractéristiques deux options sont envisageables. La première possibilité est de créer une nouvelle agence européenne. La deuxième alternative est de fonder une société subsidiée en partie par des institutions européennes sans toutefois être considérée comme un de ses organes. Elle prendrait la forme d'une fondation sans but lucratif.

La définition apportée par l'Union Européenne à l'égard des agences est la suivante : "Les agences de l'UE sont des organismes distincts des institutions européennes : il s'agit d'entités juridiques créées afin d'exécuter des tâches spécifiques dans le cadre de la législation de l'UE." Il est intéressant de noter que les agences européennes sont des organismes de droit public possédant une personnalité juridique distincte des institutions européennes.

Pour une éventuelle agence de notation européenne, nous doutons que la première alternative soit la solution la plus adéquate. Plusieurs raisons peuvent étayer cet avis.

Tout d'abord, la création d'une nouvelle agence serait une tâche lourde et requerrait beaucoup de temps. Etant donné la situation et la réactivité des marchés financiers, nous pensons que la mise en place du nouvel organisme serait trop chronophage. En outre, la prise de décision serait potentiellement rigide.

Ensuite, le principal argument selon nous, est que l'agence européenne de la notation serait sans aucun doute la cible de critiques quant aux conflits d'intérêts. L'article 2 de la directive 80/723 de la Commission Européenne (1980) définit les entreprises publiques de la façon suivante : "*Toute entreprise sur laquelle les pouvoirs publics peuvent exercer directement ou indirectement une influence dominante du fait de la propriété, de la participation financière ou des règles qui la régissent*". Eu égard à cette définition, la crédibilité d'une agence de

notation publique européenne serait fortement mise en cause dans le cadre des notations des dettes souveraines. Baudry et Geerolf dans leur article *Vers une agence de notation européenne* (2012) considèrent que si une agence de notation européenne est l'émanation des états alors son avis serait complètement rejeté par les acteurs des marchés financiers. Ce dernier phénomène est bien sûr rédhibitoire. En effet, si une telle structure est mise en place, il est primordial qu'elle soit considérée et reconnue par les principaux acteurs du marché.

En 2012, le cabinet de conseil en stratégie allemand Roland Berger soumet l'idée de fonder une agence de notation européenne prenant la forme d'une fondation privée. Cette agence de notation, l'European Credit Rating Agency (ERA), aurait proposé une notation plus transparente. Cette initiative n'a pas vu le jour suite à un manque de financement (Reuters, 2015 ; Le Monde, 2012). Néanmoins, nous pensons que l'idée du cabinet est une base intéressante pour une agence de notation européenne.

L'objectif de l'agence de notation européenne est d'offrir une solution aux problèmes rencontrés sur le marché de la notation. Comme le mentionnent Baron et Delsol (2004), les fondations ont un but d'intérêt général. L'agence de notation européenne a contrario d'une agence classique serait définie par son but désintéressé. Ce dernier aurait comme incidence la réduction des conflits d'intérêts et assurerait l'indépendance de l'agence et de ses employés.

En outre, l'indépendance de l'agence serait également assurée par la dotation qui caractérise les fondations. *“Toutes les fondations ont une dotation, qui représente leur principale source de financement, le moyen grâce auquel elles ont vocation à perpétuité et surtout qui assure leur indépendance.”* (Baron et Delsol, 2004, p.20).

Une fondation peut être établie par une personne physique ou morale et est le résultat d'un acte juridique (article 27, loi du 27 juin 1921, 1921).

Il est important de noter qu'à la différence des associations sans but lucratif, la fondation n'est composée ni de membres ni d'associés. Elle est gouvernée par un conseil d'administration comprenant minimum trois administrateurs (article 34, loi du 27 juin 1921, 1921). Les statuts définissent le fonctionnement et les aspects administratifs de la fondation.

Dans plusieurs pays européens, en Belgique notamment, il existe un statut spécial pour certaines fondations : les fondations d'utilité publique. Nous pensons que ce statut pourrait

être adéquat pour l'agence européenne. Comme le mentionne l'article 27 de la loi du 27 juin 1921, cette dénomination est accordée aux fondations qui réalisent une œuvre à caractère philanthropique, philosophique, religieux, scientifique, artistique, pédagogique ou culturel. Pirotte (2003) les définit de la sorte : *“Les fondations sont des sujets de droit privé qui sont en théorie autonomes vis-à-vis de l'Etat et du marché. Elles poursuivent un objectif public et sont des organisations non lucratives”*. Avoir une notation précise, transparente et exempte de conflits d'intérêts nous apparaît comme un objectif d'intérêt public. En outre, ce but pourrait être classifié comme pédagogique dans la nomenclature proposée par le droit belge. Le rôle principal des notes est d'informer les investisseurs quant aux instruments présents sur les marchés financiers.

En conclusion, nous jugeons que le statut de fondation est plus adéquat pour une agence de notation européenne. De par sa structure particulière (ni membres ni associés), la levée de son capital initial (dotation) et son but désintéressé la fondation assure de proposer une notation différente de celle proposée actuellement par les acteurs privés.

## **2. Aspects positifs**

La mise en place d'une agence de notation européenne prenant la forme d'une fondation annihilerait sans nul doute bien des reproches émis à l'égard des agences classiques. Ceux-ci sont nombreux et partent tous du même problème, la logique de profit.

### ***2.1. Conflits d'intérêts et qualité de la notation***

Les agences historiques sont caractérisées par la contrainte de maximisation des volumes de notations émises tout en gardant des prix élevés (Collard, 2012). Cette contrainte va de pair avec la fidélisation du client. Ceci mène à des conflits d'intérêts et entache la qualité de la notation. En effet, comme nous l'avons déjà énoncé, la fidélisation des clients entraîne un gonflement des notes. Les agences sont également incitées à mener des politiques complaisantes avec les émetteurs.

Dans cette même logique, les agences veulent réaliser plus de notations mais surtout réduire des frais en passant par une diminution de la qualité d'analyse.

Une fondation n'a pas les mêmes caractéristiques qu'une entreprise privée, et par conséquent n'est pas soumise aux mêmes exigences de résultats. Cette spécificité permettrait donc à une fondation d'être plus indépendante, moins tributaire des émetteurs et donc moins propice aux conflits d'intérêts. Nous pouvons notamment citer la fin du phénomène de rating shopping.

La gouvernance d'une fondation est radicalement différente de celle d'une entreprise privée. En effet, une fondation ne possède ni membres ni associés mais surtout n'est pas liée à une structure actionnariale (Moody's et Standard & Poor's sont toutes les deux cotées en bourse).

Le but désintéressé d'une fondation permettrait d'estomper l'obligation de rentabilité. On pourrait donc imaginer qu'un plus grand budget serait alloué à la formation et au recrutement de personnel compétent. En outre, un suivi et une analyse plus fine seraient également envisageables. Ainsi les standards de qualité des notes émises seraient augmentés.

En outre, étant donné qu'un nouvel acteur n'a pas la réputation des agences séculaires, il est absolument capital que la qualité de ses notes corresponde à un standard supérieur (comme ce sera décrit dans le point X.3.4 : droit à l'erreur).

## ***2.2. Incidence sur la structure concurrentielle***

Comme nous l'avons stipulé à maintes reprises, le marché de la notation est un oligopole mené par trois agences américaines. Ensemble, elles représentent une part de marché de 95 %. Le calcul de l'index d'Herfindahl-Hirschman (HHI) nous a montré que le marché était trop concentré. Sur le sol européen ce dernier est de 3369. Pour rappel, quand le HHI est supérieur à 2500, le marché est considéré comme hautement concentré.

Les dérives d'un marché oligopolistique ultra concentré sont nombreuses : prix élevés, peu ou pas de concurrence, peu d'options pour les clients, ...

Il semble indispensable d'ouvrir ce marché à la concurrence et d'en atténuer la concentration. Dans cette optique, une fondation européenne de la notation apparaît comme une solution intéressante. Il paraît assez évident qu'un nouvel acteur peut changer l'environnement concurrentiel, a fortiori si ce nouvel acteur opère avec une gouvernance différente et si cet acteur est extérieur aux Etats-Unis. Il apporterait une alternative pour les émetteurs.

A titre d'information, on peut calculer qu'un nouvel acteur ayant une part de marché de 10% fera diminuer l'index d'Herfindahl-Hirschman à 2828 ; il faut une part de marché équivalente à 25%, pour diminuer l'index à 2520.

| Agences de notation             |              |           |         |        |         |
|---------------------------------|--------------|-----------|---------|--------|---------|
|                                 | Actuellement | Scenarios |         |        |         |
| Standard & Poor's               | 46,26        | 41,634    | 39,321  | 37,008 | 34,695  |
| Moody's                         | 31,27        | 28,143    | 26,5795 | 25,016 | 23,4525 |
| Fitch Ratings                   | 15,65        | 14,085    | 13,3025 | 12,52  | 11,7375 |
| DRBS Ratings                    | 1,87         | 1,683     | 1,5895  | 1,496  | 1,4025  |
| CERVED rating agency            | 0,97         | 0,873     | 0,8245  | 0,776  | 0,7275  |
| AM Best Europe Rating Services  | 0,9          | 0,81      | 0,765   | 0,72   | 0,675   |
| The Economist Intelligence Unit | 0,69         | 0,621     | 0,5865  | 0,552  | 0,5175  |
| CreditReorm Rating              | 0,53         | 0,477     | 0,4505  | 0,424  | 0,3975  |
| Scope Ratings                   | 0,46         | 0,414     | 0,391   | 0,368  | 0,345   |
| GBB-Rating                      | 0,35         | 0,315     | 0,2975  | 0,28   | 0,2625  |
| Fondation                       | 0            | 10        | 15      | 20     | 25      |
|                                 |              |           |         |        |         |
| Herfindahl-Hirschman Index      | 3369         | 2829      | 2659    | 2556   | 2520    |

Le tableau ci-dessus illustre les différentes simulations. Les données initiales sont issues du rapport émis par ESMA (tableau repris au point IX.3.2). Les différents scénarios sont établis en considérant que les parts de marché acquises par la fondation sont équitablement perdues par les acteurs existants.

### ***2.3. Incidence sur le coût pour les émetteurs***

Les trois agences actuelles exercent depuis un siècle ; elles connaissent parfaitement l'environnement ; elles ont leur marché bien établi depuis très longtemps ; elles maîtrisent les rouages des notes...Tous ces éléments, à l'origine de la structure oligopolistique actuelle, conduisent assez logiquement à des marges d'exploitation substantielles, comme expliqué supra.

En conséquence, ces marges d'exploitation sont générées au détriment des émetteurs, qui n'ont pas d'alternatives.

Comme une fondation n'a pas une exigence de profit, la pression sur les marges opérationnelle sera réduite. Les émetteurs verront certainement les prix diminuer, dès que la part de marché de la fondation deviendra significative.

### **3. Aspects négatifs**

Dans cette section, nous allons aborder les problématiques, tant opérationnelles que conceptuelles, pour pouvoir introduire une fondation. D'un point de vue opérationnel, deux enjeux sont importants, le financement et l'acquisition d'une taille critique sur le marché ; d'un point de vue plus fondamental, nous allons évaluer le risque d'un autre conflit d'intérêts mais aussi, d'une exigence d'omniscience.

#### **3.1. *Financement***

Un des aspects les plus critiques pour le lancement d'une nouvelle agence est le financement. Plusieurs raisons peuvent expliquer cette difficulté.

Tout d'abord, il est assez périlleux de définir le capital nécessaire afin de lancer une agence de notation. Les totaux bilantaires des agences présentés précédemment montrent l'envergure d'une agence leader sur ce marché. Certes, les bilans représentent l'activité mondiale et globale, ils ne sont pas limités à la notation. Ils se chiffrent donc en milliards d'euros mais peuvent néanmoins donner un ordre d'idée pour le financement d'une activité circonscrit au continent européen.

En outre, pour le lancement dans son agence de notation, le cabinet en stratégie Roland Berger avait tablé sur un capital de 300 millions d'euros. A titre d'information, à l'époque, ce cabinet avait réussi à collecter 130 millions d'euros. L'initiative avortée du cabinet allemand illustre la difficulté de réunir le capital nécessaire.

Ensuite, une contrainte qualitative vient s'ajouter à l'exigence quantitative. En effet, il est primordial d'assurer l'indépendance de l'agence. Comme nous l'avons déjà mentionné, nous pensons qu'une agence de notation européenne ne peut être une émanation des états. Il est donc important de limiter les apports de capitaux publics. Des institutions privées telles que des banques, des compagnies d'assurance ou encore des investisseurs institutionnels pourraient être intéressés par un tel projet. Le capital pourrait être complété par un apport de la banque centrale. Il est dans l'intérêt des états membres et des acteurs du marché européen d'avoir une agence de notation européenne forte.

### **3.2. *Atteindre une taille critique***

Afin d'arriver à influencer le marché, il est nécessaire d'atteindre une taille critique. La simulation présentée antérieurement montre qu'il faut atteindre une part de marché équivalente à 10%, pour que l'indice Herfindahl-Hirschman diminue significativement. De plus, il faut arriver à 20 %, voire 25%, pour que cet indice se rapproche de 2500, le seuil de concentration du marché.

Néanmoins, la faiblesse de pénétration des acteurs extérieurs aux trois grandes agences, montrent que les barrières à l'entrée restent un problème bien réel. Dès lors, l'arrivée sur le marché et l'obtention d'une taille critique semblent constituer une difficulté majeure.

### **3.3. *Noter la dette souveraine***

Si la fondation se veut comparable aux agences de notation formant le trio oligopolistique, celle-ci devrait également noter les dettes des états européens. Or, comme elle serait financée en partie par des institutions européennes, il y aura une source possible de conflit d'intérêts. A supposer que la fondation dégrade la dette d'un état, celui-ci exercera inévitablement une pression sur elle. Il semble dès lors délicat de penser que la fondation pourra agir en toute impartialité dans la notation des dettes souveraines.

Cependant, comme Baudry et Geerolf (2012) l'ont énoncé, noter la dette souveraine ne constitue pas la mission majeure des agences de notation, même si cet aspect est fortement médiatisé.

Une gouvernance particulière devra être mise en place afin de noter les dettes souveraines de manière intègre. Nous pensons notamment, à un comité spécifique, constitué de membres impartiaux et le plus neutres possible. Un devoir de transparence spécifique, telle qu'une argumentation détaillée sera requise dans le processus de notation. La législation actuelle requiert déjà des mesures spécifiques à l'égard de la notation de la dette souveraine (voir partie théorique : VI.2.4.3 transparence). Néanmoins, dans le cadre de la fondation et de ses notes souveraines, il nous semble important de renforcer cette législation.

### 3.4. *Droit à l'erreur*

La création de la fondation est une réaction aux manquements historiques des agences traditionnelles. Il s'avère important pour la fondation de ne pas commettre les mêmes erreurs et d'assurer la qualité des notes émises. En quelque sorte, la fondation se doit d'être omnisciente. Si des inexactitudes apparaissent dans les notations effectuées par la fondation, celle-ci sera inévitablement décrédibilisée.

In fine, l'essence de la fondation est d'acquiescer un rôle majeur et correcteur sur les marchés financiers. Dès lors, les effets systémiques se verraient amplifiés au cas où la fondation se trompe.

## **XI. Fin du recours aux agences dans les réglementations**

Une des solutions qui pourrait être apportée aux problèmes liés aux agences de notation est de mettre un terme au recours aux notations dans les réglementations. Ainsi, depuis la crise financière de 2008, il s'agit d'une des mesures qu'essaie de mettre en place l'Union Européenne. Le but principal est de réduire la dépendance à leur égard. Le rapport de la Commission au Parlement et au Conseil daté du 19 octobre 2016 pointe à travers ces mesures l'objectif suivant : *“Réduire les effets de masse et de falaise dangereux pour la stabilité financière qui résultent actuellement du fait que des seuils basés sur les notations des ANC [Agence de notation de crédit] sont solidement ancrés dans les dispositions législatives et réglementaires et les pratiques du marché.”* (Commission Européenne, 2016).

Ainsi, comme expliqué précédemment, l'U.E a déjà mis en place de nouvelles réglementations. Néanmoins, le rôle des agences de notation est encore central.

Plusieurs alternatives sont présentées dans ce même rapport afin de limiter le recours à la notation.

- Premièrement, les mesures du risque pourraient être fondées sur le marché. Les avantages principaux de cette solution sont l'objectivité, la transparence et l'accessibilité. Ainsi, cette alternative peut servir à mesurer la probabilité de défaut d'une multitude d'actifs différents, tels que les dettes d'entreprises ou souveraines voire même les produits structurés. Les risques mis en avant par ESMA et une étude de l'ICF Consulting Services sont la volatilité et l'impossibilité de fournir d'autres indicateurs plus nuancés. Un autre danger inhérent à l'utilisation des indicateurs

fondés sur le marché dans le cadre normatif est le risque que les acteurs influencent stratégiquement les prix afin de modifier le marché et ainsi les normes régulatrices (Commission Européenne, 2016).

- Ensuite, une autre possibilité est le recours aux outils d'évaluation interne du risque de crédit. Actuellement ceux-ci sont utilisés pour le calcul des fonds propres réglementaires. Cela est prôné par les accords de Bâle III et le règlement CRR (Capital Requirement Regulation). Ces deux réglementations visent à renforcer et à stabiliser le système bancaire en instaurant une augmentation des capitaux minimums afin de limiter l'effet des crises (Conseil de l'Union Européenne, 2017). L'avantage de ces outils de mesure interne est qu'ils reflètent de manière individualisée le profil de chaque acteur et sont adaptés aux besoins de chaque participant du marché. L'inconvénient majeur de ces outils consiste en leurs coûts élevés. En effet il est nécessaire de supporter des coûts liés au développement des outils analytiques et à la collecte de données. Un autre problème réside en leur possible manque de comparabilité. En effet, contrairement à ces outils, les agences de notation définissent le niveau de risque au moyen d'une échelle applicable à tous les actifs. Des questions se posent également quant à la transparence des outils internes étant donné que ces modèles ne sont pas rendus publics. Ainsi, les informations issues de ceux-ci ne permettent pas au marché de se forger une opinion claire de la situation (Commission Européenne, 2016).
- Enfin, la dernière possibilité est l'évaluation de tiers, alors réalisée par des acteurs externes, non impliqués dans l'investissement. Cela pourrait par exemple consister en des mesures comptables, une classification des risques pays de l'OCDE, l'établissement de scores par les banques centrales. Chacune de ces évaluations présente ses avantages et inconvénients présentés dans le rapport de la Commission Européenne (2016).
  - En ce qui concerne les mesures comptables, le problème relevé est qu'elles ne conviennent pas à tous types d'actifs, comme par exemple les dettes souveraines ou les produits structurés. De plus, dans certains pays, en raison de normes financières moins strictes, il s'avère compliqué d'obtenir les informations nécessaires pour les entreprises non cotées. De plus, des

compétences comptables et une connaissance du secteur sont nécessaires afin de pouvoir utiliser pertinemment ces mesures. Néanmoins, les normes comptables fournissent des informations utiles et aisément comparables en ce qui concerne les ratios financiers.

- Concernant la classification des risques pays de l'OCDE, la Commission Européenne (2016) pointe deux avantages principaux : la couverture géographique, nettement plus large que les pays couverts par les agences de notation et la publicité des informations pertinentes. Néanmoins, elle présente un désavantage conséquent. Seulement certaines catégories de risques sont ciblées, au dépend d'autres indicateurs économiques pertinents en ce qui concerne les décisions d'investissement. Cette classification pourrait s'avérer utile pour l'évaluation de certains types de risques et ainsi être complémentaire aux agences de notations.
- Au sujet de l'établissement de scores par les banques centrales, ceux-ci se réalisent via des centrales de risques et des bases de données. Le problème principal les concernant est qu'elles ne s'appliquent qu'à un nombre limité de pays et de catégories d'actifs. De plus elles sont restreintes par les données disponibles. Néanmoins, elles restent un outil précieux pour les entreprises de taille modérée étant donné qu'elles sont nettement moins onéreuses que l'évaluation de crédit réalisée par les agences de notation. Tout comme l'outil précédent, cette alternative apparaît plus comme une solution complémentaire aux agences qu'une alternative à part entière (Commission Européenne, 2016).

Ainsi, il apparaît qu'aucune solution n'est actuellement en mesure de remplacer intégralement les notations de crédit fournies par les agences de notation. Néanmoins, la fin du recours dans la législation aux notations des agences semble être une des pistes à privilégier. En effet, ce problème a été présenté au point VII de ce mémoire. Avant d'être en mesure d'éviter tout recours à la notation au sein de la législation, il est primordial d'apporter des alternatives cohérentes. Actuellement, celles-ci semblent uniquement en mesure de tenir un rôle complémentaire.

## **XII. Autres perspectives**

Etant donné le sujet de ce mémoire universitaire, nous avons voulu montrer que d'autres alternatives au système de notation actuel existent et sont réalisables dans leur mise en pratique. Nous allons ainsi présenter dans cette partie d'une part des projets innovants allant contre les standards en matière de notation mais également différentes agences en plein développement. Ces dernières, sont la preuve que malgré les apparences extérieures et l'oligopole en place, de nouveaux acteurs tentent de se faire une place.

### **1. Scope Ratings**

Scope Ratings est une agence de notation allemande pleine d'ambitions fondée en 2002. Au départ, la firme se focalisait sur l'évaluation de biens immobiliers. Néanmoins, depuis 2012 elle est rentrée sur le marché de la notation en fusionnant avec PSR Rating. Son directeur général, Torsten Hinrichs a déclaré vouloir devenir la référence européenne sur le marché de la notation. L'agence de notation a raison de se montrer confiante. En effet, bien qu'elle soit actuellement en déficit, elle est occupée à se faire place sur ce marché. En août 2016, l'entreprise décroche son premier mandat de notation auprès d'une entreprise du Dax, indice principal de la bourse de Francfort. Il s'agit d'un contrat avec la firme Linde, active dans le secteur du gaz. A cette époque Scope Ratings dispose d'une soixantaine d'employés dont 35 analystes. Les parts de marché de l'agence sont en constante augmentation. Cela est dû notamment à une forte politique d'investissements, à hauteur de 20 millions en 3 ans (Scope Ratings, 2018). Des bureaux ont été ouverts à Londres, Paris, Madrid, Berlin, Oslo, Francfort et Milan (Scope Ratings, 2017). L'objectif est clairement avoué. Il s'agit de faire contrepoids aux géants américains (Le temps, 2016). Grâce à ces investissements, l'agence occupe actuellement une place centrale dans le marché de la notation européenne et emploie plus de 200 personnes (Scope Ratings, 2018).

Ainsi, elle se distingue de ses concurrents en proposant des prix nettement plus réalistes que les leaders du secteur, forts de leur réputation sur le marché. Son système de notation se base sur une approche moins mécanique et plus subjective de la notation. De plus, il permet de prendre en compte les spécificités du marché européen (Le temps, 2016). Scope Ratings déclare également vouloir offrir une plus grande transparence. Un autre aspect primordial pour cette entreprise est de prendre en compte les spécificités de chaque pays via ses

caractéristiques macroéconomiques et les spécificités de son marché (Scope Ratings, 2018). Ainsi, la méthodologie de Scope Ratings se différencie des autres acteurs et place au centre le bilan des entreprises. A cela, s'ajoute trois piliers (Simon 2017) :

- La liquidité
- La régulation bancaire internationale
- L'aide potentielle fournie par l'Etat

Alors qu'elle était au départ spécialisée dans les notations de PME et de fonds, elle entend aujourd'hui couvrir toutes les classes d'actifs. Comme le démontre l'acquisition de FERI Eurorating, évaluant 59 dettes souveraines, Scope Ratings entend étendre son influence à grande échelle. Néanmoins, il est nécessaire de rappeler qu'il est plus que compliqué d'obtenir des parts de marché conséquentes sur ce marché, comme le prouve l'échec du cabinet allemand Roland Berger dans sa tentative de développer une agence de notation européenne (Le temps, 2016).

## **2. Kroll Bond Rating Agency**

Kroll Bond Rating Agency (KBRA) est une agence de notation américaine. Créée en 2009, elle a très rapidement obtenu l'accréditation de NRSRO grâce à d'importants moyens financiers provenant de son fondateur, Jules Kroll. L'accréditation a été accordée en 2010 suite au rachat de l'agence de notation LACE Financial. Cette dernière avait obtenu cette reconnaissance deux ans auparavant.

KBRA est une entreprise non cotée. Pour cette raison, peu d'informations sont disponibles à son sujet. Cette agence est un acteur de premier plan sur deux secteurs d'activité du marché américain :

- Le segment de CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities), correspondant à des obligations adossées à des créances hypothécaires destinées au financement de l'immobilier commercial et d'entreprise (Simon, 2017).
- La notation des banques et institutions financières.

Cette spécialisation dans ces deux domaines s'explique par la nécessité pour les nouvelles agences de notation de concurrencer l'oligopole en place sur des segments de marché spécifiques. D'une part la notation de CMBS requiert une méthodologie complexe, d'autre

part, la notation des banques nécessite une notation spécifique et individualisée (Simon, 2017). Ces caractéristiques permettent à l'entreprise d'y tenir un rôle de premier plan. Cette perspective est impossible pour une telle agence sur des marchés plus globaux et compétitifs.

### **3. INCRA**

La fondation Bertelsmann a proposé en 2011 une agence de notation alternative aux modèles standards. Ce projet portait le nom d'INCRA, signifiant International Non-profit Credit Rating Agency. INCRA avait pour but de se concentrer sur la notation des dettes souveraines. Selon les membres du projet, celles-ci peuvent être considérées comme des biens publics et la meilleure manière de les traiter est alors de faire appel à un organe sans but lucratif. Ce projet tendait à résoudre différents problèmes propres au marché actuel de la notation.

Premièrement, afin de résoudre les problèmes liés à l'américanisation de ce marché, des bureaux se situeraient en Europe, aux Etats-Unis, en Amérique latine et enfin en Asie.

Deuxièmement, afin de mettre fin aux conflits d'intérêts, le modèle de l'émetteur-payeur serait abandonné. A la place, les notations ne seraient pas sollicitées. Le financement de l'agence se ferait au travers, d'une part, d'une souscription annuelle de la part des investisseurs mais surtout via un fonds d'investissement de 400 millions de dollars fournis par les différents Etats, des ONG, des grandes entreprises et des investisseurs institutionnels.

Troisièmement, un autre moyen de mettre fin aux conflits d'intérêts était présenté. Il s'agissait de la présence d'un Stakeholder Council afin de séparer les bailleurs de fonds et la gestion opérationnelle.

Finalement, le projet mettait en avant la transparence nécessaire lors de l'évaluation de dettes souveraines afin de garantir la qualité des notations.

Malheureusement, faute de sponsors nécessaires afin de faire tourner le modèle en apportant suffisamment de fonds d'investissement, le projet a dû être mis de côté (Simon, 2017; Bertelsmann Foundation, 2012).

#### 4. Wikiratings

Afin de lutter contre la suprématie actuelle des agences de notation et leur modèle jugé discutable, Erwan Salembier et Dorian Credé ont eu l'idée de créer une agence de notation basée sur un nouveau concept. Wikirating se distingue par ses caractéristiques participatives et communautaires. En place depuis 2011, l'idée est de permettre aux internautes de noter par eux-mêmes les pays et d'émettre un avis sur la capacité de remboursement des pays. Le principe est semblable au mode opératoire de Wikipédia. Ainsi Wikirating mêle des experts en notation, des notations ainsi que des personnes lambda. Le sérieux de la notation est assuré par un système de peer review. L'idée principale est d'apporter une dimension plus humaine au processus de notation. La notation mêle différents indices macro-économiques. Ceux-ci font l'objet d'un ajustement, prenant en compte des dimensions telles que l'IDH (indice de développement humain), la corruption mais également la stabilité politique (ICTJournal, 2014). Les activités de Wikirating sont réalisées par des volontaires. De même, son financement provient de donations (Wikirating, 2018).

Très peu d'informations circulent au sujet de cette agence. De plus elle ne fournit qu'un nombre limité d'informations relatives à ses chiffres ou son expansion. Nous pouvons donc avancer que cette alternative n'est pas très crédible et ne semble pas en mesure d'apporter un quelconque changement sur le marché de la notation.

#### 5. Beyond Ratings

Une autre agence essaie de bouleverser quelque peu les standards actuels en matière de notation. Il s'agit de Beyond Ratings, une agence de notation française créée en 2018 et faisant partie du programme de recherche Riskergy. Celui-ci vise à coupler les modèles économiques, financiers, la macroéconomie, l'énergie, l'optimisation multicritère avec la notation des risques (Beyond Ratings, 2018). Ce programme a été financé par des fonds publics. Ceux-ci proviennent de partenariats avec l'Agence Française de Développement (AFD), la Caisse des Dépôts et le Fonds Français pour l'Environnement Mondial (FFEM). Beyond Ratings se définit comme *“La première agence de notation financière dont l'analyse de risque intègre systématiquement les facteurs Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.”* (Beyond Ratings, 2018). L'idée principale de cette agence est de prendre en compte des facteurs supplémentaires, souvent sous-estimés dans le processus courant de

notation. Les objectifs du projet tels qu'ils sont présentés sont d'offrir aux investisseurs non seulement un indicateur de la qualité de crédit sur le plan fonctionnel mais d'y incorporer les objectifs du développement durable. De cette manière, les émetteurs d'obligations auront un incitant à se tourner vers une économie plus durable. Enfin, cela permettra d'apporter des opportunités d'investissement aux pays à faibles revenus en prenant en ligne de compte le développement durable (Beyond Ratings, 2018).

Il est impossible actuellement d'émettre un avis sur les performances de cette agence étant donné que son lancement est imminent. Néanmoins, cette agence témoigne de la prise de conscience de la nécessité d'innover et de bouleverser le marché actuel de la notation.

## **6. Universal Credit Rating Group & Arc Ratings World Partner**

Universal Credit Rating Group et Arc Ratings World Partner sont deux joint-ventures. Le but de ces deux rassemblements d'agences de notation est différent. Néanmoins, il s'agit également d'une nouvelle forme de structure visant à concurrencer l'oligopole actuel.

- Universal Credit Rating Group (UCRG) rassemble les agences de notation suivantes depuis 2012 : Dagong Global Credit Rating, RusRating et enfin Egan Jones Ratings. Celles-ci sont respectivement chinoise, russe et américaine. Même si cette association semblait prometteuse, sa mise en place n'a pas apporté les changements attendus. Selon Simon (2017), celle-ci s'est plutôt érigée comme un lobby favorable à Dagong Global Credit Rating mettant de côté son activité de notation de titres.
- Arc Ratings World Partner est constituée depuis 2014 des cinq agences suivantes : Arc Ratings, Care Ratings, Global Credit Ratings, Malaysian Rating Corporation et SR Rating. Celles-ci disposent de parts de marché conséquentes dans leur pays d'origine qui est respectivement : le Portugal, l'Inde, l'Afrique du Sud, la Malaisie et le Brésil. Cette joint-venture s'intéresse au marché des entreprises de taille moyenne souhaitant emprunter auprès des marchés internationaux. Ce segment est quelque peu délaissé par les trois principales agences de notation. Arc Ratings World Partner espère garder ces entreprises comme clients lorsqu'elles seront devenues internationales et plus renommées (Simon, 2017).

### **XIII. Conclusion**

Les agences de notations occupent une place centrale sur les marchés financiers. Leurs actions ont des conséquences systémiques pour l'ensemble des acteurs. Ce rôle central est souvent discuté en raison de l'ambivalence de leur statut. En effet, elles occupent à la fois une fonction normative tout en présentant les caractéristiques d'une entreprise privée. Les crises majeures du 20<sup>ème</sup> et du 21<sup>ème</sup> siècle ont également soulevé le caractère pro cyclique des notes émises. La prépondérance de ce rôle, étant aux mains majoritairement de trois entreprises américaines, place l'Europe dans un rôle secondaire. Cet oligopole, favorisé par des barrières à l'entrée tant naturelles qu'artificielles, entraîne indéniablement des conflits d'intérêts.

Ces multiples problématiques ont été le point de départ de notre réflexion. Après avoir bâti un acquis théorique, nous avons étudié les différentes pistes d'amélioration du système actuel.

Tout d'abord, il nous apparaît primordial de circonscrire la dépendance législative envers les agences. Comme nous l'avons mentionné, celles-ci se substituent au législateur. Cette tâche, de premier ordre, ne peut être entachée par des intérêts autres que la bonne gouvernance. En outre, les agences de notation se dédouanent de toute responsabilité en stipulant que leur évaluation ne consiste qu'en leur avis.

Il semble dès lors indispensable de remettre ce système en question et d'attribuer ces fonctions à une institution neutre. Une échelle différente de classification du risque pourrait être utilisée. Néanmoins, la mise en place de cette solution se révèle compliquée en raison du recours fréquent des notes dans la loi.

Ainsi, nous avons exploré d'autres alternatives au fonctionnement des agences. Parmi celles-ci, celle qui nous semble la plus pertinente est la mise en place d'une fondation européenne de la notation. En effet, l'argument principal en sa faveur concerne sa finalité. Assurément, le but désintéressé propre aux fondations permettrait d'annihiler les problématiques liées à la recherche de profit. En outre, les notes émises seraient objectives et vierges de conflits d'intérêts (exception faite de la notation de la dette des états).

Néanmoins, la mise en place d'une fondation jouant un rôle aussi prépondérant a aussi certaines limites. La plus contraignante qui s'applique à toutes les solutions possibles est

l'inertie du marché. En effet, le système actuel s'autoalimente depuis des décennies, le bouleverser signifierait toucher à ses fondements. En outre, le financement d'une telle fondation n'est pas négligeable. Le financement a été historiquement problématique dans la mise en place d'autres initiatives. Nous pouvons notamment citer les échecs d'INCRA ou encore de la fondation initiée par le cabinet Roland Berger.

Au travers de ce mémoire universitaire, nous avons examiné d'un point de vue théorique, historique et pratique le fonctionnement des agences de notation de crédit. Le futur de cette industrie est imprévisible. L'amplitude du changement décidé orientera sa suite.

## XIV. Bibliographie

- Articles de presse :

AFP (2016). Scope Ratings, petite agence de notation allemande, veut briser le monopole américain. *Le temps*.

En ligne : <https://www.letemps.ch/scope-ratings-petite-agence-notation-allemande-veut-briser-monopole-americaain>

Galloni, A. & Wrighton, J. (2004). Parmalat Investigators Search Office of S&P. *The Wall Street Journal*. En ligne : <https://www.wsj.com/articles/SB107480853598309267>

Krugman, P. (2002). Cronies in Arms. *The New York Times*.

En ligne : <https://www.nytimes.com/2002/09/17/opinion/cronies-in-arms.html>

Le Parisien (2010). Crise en Grèce : Débat autour du rôle des agences de notation. *Le Parisien*.

En ligne <https://ideas.repec.org/a/bin/bpeajo/v34y2003i2003-1p1-74.html>.

Lemaître, F. (2012). Roland Berger abandonne son projet de création d'une agence de notation indépendante européenne. *Le Monde*.

En ligne : [https://www.lemonde.fr/economie/article/2012/04/17/roland-berger-abandonne-son-projet-de-creation-d-une-agence-de-notation-independante-europeenne\\_1686621\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2012/04/17/roland-berger-abandonne-son-projet-de-creation-d-une-agence-de-notation-independante-europeenne_1686621_3234.html)

Lowenstein, R. (2008). Triple-A failure. *The New-York Times Magazine*.

En ligne : <https://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html>

Partnoy, F. (2005). Credit ratings should be opened up to competition. *Financial Times*.

En ligne : <https://www.ft.com/content/e1c38122-e802-11d9-9786-00000e2511c8>

Petitjean, M. (2012). Les agences de rating sur la bonne voie. *L'Écho : Le Quotidien De l'Économie Et De La Finance*.

En ligne :

[https://dial.uclouvain.be/pr/boreal/fr/object/boreal%3A117059/datastream/PDF\\_01/view](https://dial.uclouvain.be/pr/boreal/fr/object/boreal%3A117059/datastream/PDF_01/view)

Pouchard, A., Vaudano, M. & Breteau, P., (2016), Grèce : un an après le référendum, chronologie d'une crise économique et politique. *Le Monde*.

En ligne : [https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2016/07/13/grece-un-an-apres-le-referendum-chronologie-d-une-crise-economique-et-politique\\_4968930\\_4355770.html](https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2016/07/13/grece-un-an-apres-le-referendum-chronologie-d-une-crise-economique-et-politique_4968930_4355770.html).

Ramonet, I. (2004). Le scandale Parmalat Demander comment faire etant donné qu'il s'agit d'une publication issue d'un journal. *Le monde diplomatique*.

En ligne : <https://www.monde-diplomatique.fr/2004/02/RAMONET/10686> Ramonet 2004

Reuters (2015). Parmalat settles ratings dispute with Standard & Poor's. *Reuters*.

En ligne : <https://www.reuters.com/article/parmalat-sp-settlement/parmalat-settles-ratings-dispute-with-standard-poors-idUSL5N10A64O20150730>

Trends Tendances (2016). Scope la petite agence qui veut briser le monopole américain. *Trends Tendances*.

En ligne : <http://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/scope-la-petite-agence-de-notation-qui-veut-briser-le-monopole-americain/article-normal-540745.html>

- Articles en ligne :

Bernoux, P. (2011). *Le cas Enron : Fiche de synthèse*.

En ligne : [http://www.lyon-ethique.org/IMG/pdf/enron\\_fiche\\_de\\_synthese.pdf](http://www.lyon-ethique.org/IMG/pdf/enron_fiche_de_synthese.pdf)

Colander, D., Follmer, H., Haas, A., Goldberg, M., Juselius, K., Kirman, A., Lux, T. & Sloth, B. (2014). *The financial crisis and the systemic failure of academic economics*. University of Copenhagen Departement of Economics.

Dejonghe Finance. (2017). *Crise historique : le premier et le second choc pétrolier (1971-1980)*, Petit Histoire des crises, Fiche 5/10.

En ligne : <http://www.dejonghe-finance.com/wp-content/uploads/2017/07/Les-chocs-p%C3%A9troliers.pdf>

Gaillard, N. (2012). Remettre la notation à sa juste place.

En ligne : <http://www.institutmontaigne.org/publications/remettre-la-notation-financiere-sa-juste-place>

Veron, N. (s.d.). *Quel rôle ont joué les agences de notation dans la crise de la dette publique grecque et de la zone euro ?* En ligne : <https://www.economie.gouv.fr/facileco/agences-notation-crise-grecque-zone-euro-role>

- Articles scientifiques:

Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

doi:10.2307/1879431

Arnoud W. A. Boot, Milbourn, T. T., & Schmeits, A. (2006). Credit ratings as coordination mechanisms. *The Review of Financial Studies*, 19(1), 81-118.

doi:10.1093/rfs/hhj009

Asthana, S., Balsam, S., & Kim, S. (2009). The effect of Enron, Andersen, and Sarbanes-Oxley on the US market for audit services. *Accounting Research Journal*, 22(1), 4-26. doi: 10.1108/10309610910975306

Baudry, S., & Geerolf, F. (2012). Vers une agence de notation européenne ? *Regards Croisés Sur l'Économie*, 11(1), 168-171. doi:10.3917/rce.011.0168

Beattie, V., Brandt, R., & Fearnley, S. (1999). Perceptions of auditor independence: U.K. evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 8(1), 67-107. doi: 10.1016/S1061-9518(99)00005-1

Blaurock, U.(2007). Control and responsibility of credit rating agencies. *Electronic Journal of Comparative Law*, 11(3).  
En ligne : <https://www.ejcl.org/113/article113-16.pdf>

Bouguerra, F. (2013). L'impact des nouvelles mesures législatives et réglementaires sur la fiabilité de la notation de crédit. *La Revue Des Sciences De Gestion*, 263-264(5), 57-66. doi :10.3917/rsg.263.0057

Cartapanis, A. (2008). La politique des services financiers de la commission et l'architecture du système financier européen. *Regards Croisés Sur l'Économie*, 3(1), 177-184. doi :10.3917/rce.003.0177

Christopoulos, D., & Quaglia, L. (2009). Network constraints in EU banking regulation: The capital requirements directive. *Journal of Public Policy*, 29(2), 179-200. doi :10.1017/S0143814X09001068

Cohen, D. (2011). La crise grecque leçons pour l'europe. *Revue Économique*, 62(3), 383-394. doi:10.3917/reco.623.0383

Collard, F. (2012). Les agences de notation. *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 31, 5-60. doi : 10.3917/cris.2156.0005

Coudert, V., & Gex, M. (2010). Le règlement des défauts sur le marché des credit default swaps : Le cas de lehman brothers. *Revue d'Économie Financière*, 97(2), 15-34. doi :10.3406/ecofi.2010.5390

De Haan, J., Amtenbrink, F. (2011) Credit rating agencies. *Nederlandsche Bank Working Paper*, 278. doi : 10.2139/ssrn.1950563

De Santis, A. (2012). The euro area sovereign debt crisis: Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal, *European Central Bank: Working Paper Series*, 1419.

En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>

Degos, J., Ben Hmiden, O., & Henchiri, J. E. (2012). Les agences de notation financières. *Revue Française De Gestion*, 227(8), 45-65.

doi :10.3166/RFG.227.45-65

Deveaux-Charbonnel, J. (1971). Les accords de Téhéran et de Tripoli. *Annuaire Français de Droit International*, 17, 131-145.

Devine, E. (2011). The collapse of an empire? Rating agency reform in the wake of the 2007 financial crisis. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 16(1).

En ligne :

<https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1279&context=jcf>

Ferri, G., Liu, L. -, & Stiglitz, J. E. (1999). The procyclical role of rating agencies: Evidence from the east asian crisis. *Economic Notes*, 28(3), 335-355.

doi:10.1111/1468-0300.00016

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

En ligne : <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2011-1-page-73.htm>

Gilson, R. J., & Kraakman, R. H. (1984). The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review*, 70(4), 549-644.

doi :10.2307/1073080

Griffin, J. M., Nickerson, J., & Tang, D. Y. (2013). Rating shopping or catering? an examination of the response to competitive pressure for CDO credit ratings. *The Review of Financial Studies*, 26(9), 2270-2310.

doi :10.1093/rfs/hht036

Hache, E. (2016). L'OPEP, les compagnies internationales, les compagnies nationales : qui gouverne la scène pétrolière mondiale ? *La revue de l'énergie*, 269, 11-22.

Healy, P-M. & Palepu, K-G. (2003). The fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (2), 3-26.

doi : 10.1257/089533003765888403

Hill, C. (2009). Why did anyone listen to the rating agencies after Enron. *Journal of Business & Technology Law*, 4, 283-294.

En ligne [http://scholarship.law.umn.edu/faculty\\_articles/79](http://scholarship.law.umn.edu/faculty_articles/79).

Jackson, R. W. (2012). Europe's supervisory system for rating agencies after the financial crisis: A critical review. *Hibernian Law Journal*, 11, 1.

Lacoue-Labarthe, D. (2012). L'invention du régulateur bancaire dans les années 1930 aux états-unis. *Revue d'Économie Financière*, 105, 71-102.

Lane, P. R. (2012). The european sovereign debt crisis. *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-67.

doi :10.1257/jep.26.3.49

Legind, N. D., & Jensen, C. H. (2014). The european regulation of credit rating agencies. *Law in Context*, 30(30), 114-145.

Lequesne-Roth, C. (2017). La notation financière : Instrument de l'action publique européenne. *Revue Internationale De Droit Économique*, XXXI (2), 41-81.

doi :10.3917/ride.312.0041

Listokin, Y., & Taibleson, B. (2010). If you misrate, then you lose: Improving credit rating accuracy through incentive compensation. *Yale Journal on Regulation*, 27(1), 91.

Möllers, T. M. J., & Niedorf, C. (2014). Regulation and liability of credit rating agencies – A more efficient european law? *European Company and Financial Law Review*, 11(3), 333-363.

doi :10.1515/ecfr-2014-0333

Oster, J. (2010). 'Who rates the raters?' the regulation of credit rating agencies in the EU. *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 17(4), 353-376.

doi :10.1177/1023263X1001700402

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

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

En ligne : [http://www.regards-economiques.be/images/reco-pdf/reco\\_115.pdf](http://www.regards-economiques.be/images/reco-pdf/reco_115.pdf)

Rappoport, P., & White, E. N. (1994). Was the crash of 1929 expected? *The American Economic Review*, 84(1), 271-281.

En ligne :

<https://www.jstor.org/stable/pdf/2117982.pdf?refreqid=excelsior%3A1a737cb74c651b6c50422f2e2a1846ea>

Rhee, R. J. (2015). Why credit rating agencies exist. *Economic Notes*, 44(2), 161-176.  
doi :10.1111/ecno.12034

Sahore, A. (2015). Credit rating agencies and liability to investors. *Sydney Law Review*, 37(3), 437.

Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory & evidence, *Journal of finance* 40(3), 777-790.

White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *The Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226. doi:10.1257/jep.24.2.211

White, E-N. (1990). The stock market boom and the crash of 1929 revisited. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 67-83.

Wittenberg, T. (2015). Regulatory evolution of the EU credit rating agency framework. *European Business Organization Law Review*, 16(4), 669-709.  
doi:http://dx.doi.org.proxy.bib.ucl.ac.be/10.1007/s40804-016-0041-3

- Bases de données :

Bloomberg Finance LP (s.d.). *Bloomberg Terminal*. Bibliothèque des sciences économiques, sociales, politiques et communication, Louvain-la-Neuve.

ESMA (s.d.). *CEREP statistics*.

En ligne : <https://cerp.esma.europa.eu/cerp-web/homePage.xhtml>

International Monetary Funds (s.d.). *Public Debt Database*.

En ligne:

<http://www.imf.org/external/datamapper/DEBT1@DEBT/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

- Communications et rapports :

Banque Mondiale (1993). *Le miracle de l'Asie de l'Est : Croissance économiques et politiques publiques*. Rapport de recherche de la banque mondiale sur les politiques.

En ligne :

<http://documents.banquemondiale.org/curated/fr/769691468245385079/pdf/123510PUB0v20F0ry000French00020of02.pdf>

Commission Européenne (2006). *Communication de la Commission 2006/C59/02 sur les agences de notation (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)*.

Commission Européenne (2011). *Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*.

Commission européenne (2015). *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines.*

Committee on governmental affairs United State Senate (2000). *Rating the raters : Enron and the Credit Rating Agencies.*

En ligne : <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-107shrg79888/pdf/CHRG-107shrg79888.pdf>

Committee on governmental affairs United State Senate (2003). *Enron's Credit Rating: Bankers contacts with Moody's and governmental officials.*

En ligne: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT80604/pdf/CPRT-107SPRT80604.pdf>

Enron (2000). *Enron Annual Report 2000.*

En ligne : <http://picker.uchicago.edu/Enron/EnronAnnualReport2000.pdf>

ESMA (2017). *Report on CRA Market Share Calculation.*

En ligne : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-5-209\\_-\\_cra\\_market\\_share\\_calculation\\_2017.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-5-209_-_cra_market_share_calculation_2017.pdf)

Fonds Monétaire International (2000). *Le redressement de la crise asiatique et le rôle du FMI, 00/05(F).*

En ligne : <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/062300f.htm#chart1>

Parlement européen (2004). *Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081(INI)).*

Sénat Français (2012). *Agences de notation pour une profession réglementée.*

En ligne : <https://www.senat.fr/rap/r11-598-1/r11-598-1-syn.pdf>

U.S Department of Commerce (1975). *Historical Statistics of the United States : Colonial Times to 1970).*

U.S. Securities and Exchange Commission (2003). *SEC Charges Parmalat with Financial Fraud, Litigation Release No. 18527 / December 30, 2003, Accounting and Auditing Enforcement Release No. 1936 / December 30, 2003, Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria S.p.A., Case No. 03 CV 10266 (PKC) (S.D.N.Y.)*

U.S. Securities and Echange Commission (2018). *List of current NRSRO.*

En ligne : <https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html>

- Définitions :

Bank for International Supervision (s.d.). *Basel III : international regulatory framework for banks*. En ligne : <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=3%7C14%7C572>

Commission Européenne (s.d.). *Améliorer la réglementation*.

En ligne : [https://ec.europa.eu/commission/priorities/democratic-change/better-regulation\\_fr](https://ec.europa.eu/commission/priorities/democratic-change/better-regulation_fr)

FSMA (s.d.). *MIFID II*. En ligne : <https://www.fsma.be/fr/mifid-ii>

Union Européenne (s.d.). *Règlements, directives et autres actes législatifs*.

En ligne : [https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts\\_fr](https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts_fr)

Union Européenne (s.d.). *Agences et autres organes de l'UE*.

En ligne : [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies\\_fr](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies_fr)

- Monographies:

Abel, A., & Bernanke, B. (1995). *Macroeconomics* (2nd ed.). Boston (Mass.) : Addison Wesley.

Baron, E. & Delsol, X. (2004). *Les fondations – reconnues d'utilité publique et d'entreprise*. Paris : Juris Service.

Brealey, R.A., Myers, S.C., & Marcus, A.J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (8th ed.). New-York : Mc Graw-Hill Education.

Chandler, A.D. (1977). *The visible hand: The managerial revolution in american business*. Cambridge (Mass.) : Belknap Press of Harvard University Press.

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

Deffeyes, K.S. (2008). *Hubbert's peak : The impending world oil shortage*. Princeton : Princeton University Press.

Galbraith, J.K. (1954), *The Great Crash 1929*. Boston (Mass.) : Houghton Mifflin Company.

Heffer, J. (1991). *La Grande Dépression : Les Etats-Unis en crise*. Paris : Gallimard.

Fourastié, J. (1979), *Les Trente Glorieuses : Ou la révolution invisible de 1947 à 1973*. Paris : Fayard.

Leffler, G.L. (1957). *The Stock Market*. New York : The Ronal Press Company.

Moody, J. (1909). *Analyses of railroad investments*. New-York: Analyses Publishing Company.

Newman, P., Milgate, M., & Eatwell, J. (Eds). (1992). *The new palgrave : a dictionary of economics (vol 1)*. Londres : MacMillian Press Ltd.

Ritholtz, B., & Task, A. (2010). *Bailout Nation, with New Post-Crisis Update: How Greed and Easy Money Corrupted Wall Street and Shook the World Economy*, Hoboken (New-Jers.) : Wiley.

Selgman, J. (2003). *The transformation of Wall Street : A history of the securities and exchange commission and modern corporate finance* (3rd ed.). New-York : Aspen Publishers.

Sinclair, T.J. (2008). *The new masters of capital : American bond rating agencies and the politics of creditworthiness*. Ithaca : Cornel University Press.

Simon, Y. (2017). *Notations et agences de rating*. Paris : Economica.

- Rapports des agences de notation :

Bertelsmann Foundation (2012). *INCRA an international non-profit Credit Rating Agency*.

En ligne: [http://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Presse/imported/downloads/xcms\\_bst\\_dms\\_35880\\_35881\\_2.pdf](http://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Presse/imported/downloads/xcms_bst_dms_35880_35881_2.pdf)

Fitch Ratings (2006). *The rating process*.

En ligne : [http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/rating\\_process.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/rating_process.pdf)

Fitch Ratings (2016). *The Ratings Process under Fitch criterias: Special Report: March 31 2016*.

Fitch Ratings (2017). *European Union transparency report : Issued in respect of the year ended 31 december 2017*.

En ligne: <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>

Fitch Ratings (2018). *Procedures and Methodologies for determining credit ratings: 2018 Form 25-101F1*.

Moody's Investors Service (2017). *European Union transparency report : Issued in respect of the year ended 31 december 2017*.

En ligne :

[https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/SP51139\\_MIS\\_EU\\_Transparency\\_Report\\_2018\\_Full.pdf](https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/SP51139_MIS_EU_Transparency_Report_2018_Full.pdf)

Moody's Investors Service (2017). *Policy for analyst rotation*.

En ligne :

[https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Policy\\_for\\_Analyst\\_Rotation.pdf](https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Policy_for_Analyst_Rotation.pdf)

Standard & Poor's Financial Services LLC (2014). *Corporate Ratings Methodology: Transparency and comparability*.

En ligne :

<https://www.spratings.com/documents/20184/774196/Corporate+Ratings+Methodology.pdf/8fd4392a-4aae-4669-bd74-a9b86e18d781>

S & P Global Ratings (2017). *European Union transparency report : Issued in respect of the year ended 31 december 2017*.

En ligne :

[https://www.standardandpoors.com/en\\_EU/delegate/getPDF?articleId=2012869&type=COMMENTS&subType=REGULATORY](https://www.standardandpoors.com/en_EU/delegate/getPDF?articleId=2012869&type=COMMENTS&subType=REGULATORY)

S&P Global Ratings (2018). *General description of the Credit Rating Process as of March 21, 2018*.

En ligne :

[https://www.standardandpoors.com/en\\_US/delegate/getPDF?articleId=2017770&type=COMMENTS&subType=REGULATORY](https://www.standardandpoors.com/en_US/delegate/getPDF?articleId=2017770&type=COMMENTS&subType=REGULATORY)

- Sites internet :

Beyond Ratings (2018). *Nouvelle agence de notation financière avec intégration systématique des enjeux ESG*.

En ligne : <https://www.beyond-ratings.com/fr/agence-de-notation-augmentee-des-facteurs-esg>, consulté le 21/02/2018

ICT journal (2014). *Wikirating, le futur des agences de notation ?*.

En ligne : <https://www.ictjournal.ch/news/2014-01-31/wikirating-le-futur-des-agences-de-notation>, consulté le 21/02/2018.

Scope Ratings (2018). *Scope at a Glance*.

En ligne : <https://www.scoperatings.com/#about>, consulté le 21/02/2018.

Scope Ratings (2017). *Our Story*.

En ligne : <https://www.scoperatings.com/#about/story>, consulté le 22/02/2018.

Standard & Poor's (s.d.). *Terms of use*.

En ligne : [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/regulatory/termsfuse](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/regulatory/termsfuse)

The United States Department of Justice (2015). *Herfindahl-Hirschman Index*.

En ligne : <https://www.justice.gov/atr/herfindahl-hirschman-index>, consulté le 09/05/2018

Wikirating (2018). *The transparent world rating organization*.  
En ligne : <http://www.wikirating.org>, consulté le 10/02/2018.

- Textes de loi :

Basel Committee on Banking Supervision (2007). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework, Basel II*.

En ligne :

<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/bcreg/2004/20040626/attachment.pdf>

Commission Européenne (2003). *Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)*.

Commission Européenne (2003). *Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts*.

Commission Européenne (2004). *Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil*.

Commission Européenne (1980). *Directive 80/723/CEE de la Commission, du 25 juin 1980, relative à la transparence des relations financières entre les États membres et les entreprises publiques*.

Commission Européenne (2000). *Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice*

Commission Européenne (2006). *Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte) (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)*.

Commission Européenne (2006). *Directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (refonte)*

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

Commission Européenne (2011). *Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE*.

Commission Européenne (2012). *Règlement délégué (UE) No 446/2012 de la Commission du 21 mars 2012 complétant le règlement (CE) no 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant le contenu et la forme des rapports périodiques de notification des données de notation que les agences de notation de crédit doivent remettre à l'Autorité européenne des marchés financiers.*

Commission Européenne (2012). *Règlement délégué (UE) n ° 447/2012 de la Commission du 21 mars 2012 complétant le règlement (CE) n ° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation aux fins de l'évaluation de la conformité des méthodes de notation de crédit Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.*

Commission Européenne (2012). *Règlement délégué (UE) n ° 448/2012 de la Commission du 21 mars 2012 complétant le règlement (CE) n ° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant la présentation des informations que les agences de notation de crédit sont tenues de communiquer à un registre central établi par l'Autorité européenne des marchés financiers Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.*

Commission Européenne (2012). *Règlement délégué (UE) n ° 449/2012 de la Commission du 21 mars 2012 complétant le règlement (CE) n ° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les informations à fournir par les agences de notation de crédit en vue de leur enregistrement et de leur certification Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.*

Commission Européenne (2013). *Règlement (UE) No 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.*

Commission Européenne (2014). *Règlement (UE) n ° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.*

Commission Européenne (2014). *Règlement (UE) No 600/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) no 648.*

Commission Européenne (2014). *Règlement délégué (UE) 2015/2 de la Commission du 30 septembre 2014 complétant le règlement (CE) n ° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant la présentation des informations que les agences de notation de crédit sont tenues de communiquer à l'Autorité européenne des marchés financiers Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.*

Commission Européenne (2014). *Règlement délégué (UE) 2015/1 de la Commission du 30 septembre 2014 complétant le règlement (CE) n ° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les rapports périodiques sur les commissions facturées par les agences de notation de crédit aux fins de la surveillance continue exercée par l'Autorité européenne des marchés financiers Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.*

Congress of the United States of America (1934). *Securities and Exchange Act*.

Congress of the United States of America (1933). *Emergency Relief Banking Act*, Seventy-third Congress of the United States of America, HR 1491.

Congress of the United States of America (2002). *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, One Hundred Seventh Congress of the United States of America, HR 3763.

Congress of the United States of America (2006). *Credit Agency Reform Act*, One Hundred Nineth Congress of the United States of America, P.L. 109-291

Federal Reserve Bank of New-York (1933). *Glass Steagall Act*, Seventy Three Congress of the United States of America, HR 5661.

Moniteur Belge (1921). *Loi du 27 juin 1921 sur les associations sans but lucratif, les fondations, les partis politiques européens et les fondations politiques européennes*.

En ligne : <http://www.ejustice.just.fgov.be/eli/loi/1921/06/27/1921062701/justel>

Office of the Comptroller of the Currency (1936). *Seventy-fourth annual report of the OCC covering the year ended october 31, 1936*, Treasury Department, doc No. 3083.

OICV-IOSCO (2003). *IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*. En ligne : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>

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

Senate of the United States of America (1864). *National and Banking Act*.

Union Européenne (1950). *Convention européenne des droits de l'homme*.

Union Européenne (2000). *Charte des droits fondamentaux de l'Union Européenne (2000/C/364/01)*.

U.S. Securities and Exchange Commission (1975), *Net Capital Rule*, Rule 15C3-1.

- Thèses, recherches et doctorats :

Pirotte, G. (2003). *Les fondations belges d'utilité publique : entre permanence et changements* (recherche). Pôle-Sud, Université de Liège.

Van Doorne, T.L.A. (2013). *Did the recent financial crisis affect the credibility of credit rating agencies? An empirical research including sovereign ratings* (mémoire de master). Tilburg University.

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique [www.uclouvain.be/lsm](http://www.uclouvain.be/lsm)

