



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

AGENCES DE NOTATION ET REGULATION :
LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE

PROMOTEUR : PETITJEAN MIKAEL

MEMOIRE PRESENTE PAR AAZAR JEAN
EN VUE DE L'OBTENTION DU TITRE DE
MASTER EN SCIENCES DE GESTION

ANNEE ACADEMIQUE
2014-2015

Remerciements

Tout d'abord, je tiens à exprimer toute ma reconnaissance à mon promoteur de mémoire Mikael Petitjean. Je le remercie d'avoir encadré et orienté mon travail de fin d'étude.

J'adresse mes sincères remerciements à tous les intervenants et toutes les personnes qui, par leurs paroles, leurs conseils et leurs critiques ont guidé ma réflexion dans la réalisation de ce mémoire. Je tiens plus particulièrement à remercier mon beau-frère Jean Arslan pour ses conseils et son aide précieuse.

Mes remerciements les plus chaleureux vont à mes parents, Issa Aazar et Jeannette Abo, pour leur patience et leur soutien inconditionnel dans le cadre de mes études.

Je remercie également mes frères et sœur pour leur encouragement et leur soutien. Des remerciements particuliers vont à Zena Morkus, qui m'a soutenu et encouragé durant mes deux années de Master.

En enfin, je tiens présenter ma reconnaissance et mes amitiés à tous mes amis qui ont toujours été là pour moi.

Table des matières

Introduction.....	1
Chapitre 1 : Les Agences de notation.....	3
Introduction	3
A l'origine des agences de notation	3
Qui sont-elles ? Que font-elles ?	8
Attribution des notations	12
Méthodologie	13
Rémunération : investisseur-payeur vs émetteur-payeur	16
Conflits d'intérêt apparents.....	17
Structure de marché oligopolistique.....	19
Conclusion	21
Chapitre 2 : Rôle des agences de notation dans la crise de la dette souveraine	23
Introduction	23
Crise de la dette souveraine et les agences de notation	23
Conflits d'intérêts	27
Procyclité	29
Qualité des notations	30
Absence de responsabilité civile	31
Réaction trop lente	32
Dégradation massive de la Grèce.....	33
Réaction des marchés suite à la détérioration du crédit des Etats souverains.....	38
Conclusion	41
Chapitre 3 : Réglementation des agences de notation de crédit.....	43
Introduction	43
Conflits d'intérêts	44
Concurrence	46
Cadre législatif américain et européen	48
Etats-Unis.....	48
Union Européenne	50
Réglementation.....	51
Manque de transparence	51
Responsabilité civile	53
Dépendance envers les notations.....	54
Conflits d'intérêts	56

Qualité des notations.....	59
Remarques à propos de l'application de la réglementation.....	62
Conclusion	64
Conclusion.....	65
Bibliographie.....	69
Sources écrites.....	69
Ressource électronique.....	72
Annexes.....	77
Annexe 1 : Long-term issuer credit ratings.....	77
Annexe 2	79
Le facteur économique.....	79
Le facteur institutionnel et politique	79
Le facteur budgétaire	79
Le facteur monétaire	80
Annexe 3 : Article 8 - Méthodes, modèles et principales hypothèses de notation	81
Annexe 4 : «III. Obligations supplémentaires relatives aux notations souveraines	83
Annexe 5	84
Un réseau intégré	84
Un réseau coopératif	85

Introduction

Si on peut affirmer sans grand risque d'être contredit que les agences de notation sont de plus en plus connues du grand public, la raison, en revanche, pour laquelle elles sont entrées dans le débat durant l'été 2007, n'est pas nécessairement à leur avantage. Cette année-là et les suivantes furent le début de la grande débâcle financière mondiale, communément appelée la crise des surprimes ou la crise des produits structurés complexes. Cette crise commença aux Etats-Unis avant de se propager progressivement à l'Europe. Très rapidement, les agences de notations furent pointées du doigt pour leur rôle actif dans cette débâcle.

Alors que l'Europe peinait à sortir totalement de cette première crise de 2007 pour laquelle les pays européens déployèrent des grands moyens d'intervention sur le marché en réactivant l'activité économique ou encore en sauvant le secteur bancaire, ils durent faire face trois ans plus tard à une nouvelle crise, celle de l'endettement excessif souverain. A nouveau, les agences de notation se retrouvèrent sous les feux de la critique et ne furent pas épargnées par les médias et les politiques pour leur implication dans la dégradation de notes des pays souverains, impliquant de facto un endettement plus coûteux sur les marchés. Pour certains pays, déjà sous perfusion de l'Union Européenne et du Fond Monétaire International, la dégradation de leur note par les agences de notation contribua à les envoyer encore plus dans les abysses, et cela sans tenir compte des efforts fournis par les différents gouvernements européens. Augmentation des taux d'intérêt des obligations souveraines et donc financement plus coûteux, augmentation des CDS, insolvabilité, probabilité de défaut furent et sont encore toutes les conséquences des dégradations des notes que connurent les pays souverains. La situation, déjà compliquée, devint encore plus difficile que ce qu'elle était auparavant.

Ces institutions financières privées sont devenues, tant bien que mal, incontournables et font le beau et le mauvais temps sur les marchés financiers. Leur activité principale, l'offre de notation, est mal comprise par certaines. D'autres n'hésitent pas à les considérer comme des *Black Boxes*.

Etant particulièrement intéressé par le sujet, nous avons décidé de consacrer ce travail aux agences de notation et à leur rôle dans la crise de la dette souveraine. Il nous a paru intéressant à titre personnel d'approfondir et de comprendre le rôle économique de ces

agences dans la vie financière actuelle et ainsi présenter les critiques dont elles font l'objet dans la crise de la dette.

Nous avons donc décidé de consacrer notre premier chapitre à l'histoire de ces agences, devenues incontournables pour les investisseurs voulant prêter de l'argent et les émetteurs d'obligation voulant emprunter, et nous en découvrirons les raisons. Leur rôle économique y sera expliqué, ainsi que la méthodologie d'attribution d'une notation à un Etat souverain. Nous terminerons ce chapitre sur leur mode de rémunération et les deux principales critiques qui leur sont faites: les conflits d'intérêts et la nature du marché.

Le deuxième chapitre sera consacré au rôle des agences de notation dans la crise de la dette. On commencera par donner quelques explications sur les facteurs qui ont mené les pays européens vers la crise de la dette. Dans une seconde partie, nous analyserons certaines critiques auxquelles les agences ont dû faire face : les conflits d'intérêts, la procyclicité, la qualité des notations, l'absence de responsabilité civile et enfin leur réaction trop lente. Dans la dernière partie de ce chapitre, nous nous concentrerons sur les dégradations massives des pays européens, avec un point de focalisation sur la Grèce, et sur la réaction des marchés suite à la détérioration des notes des Etats souverains.

Enfin, notre troisième et dernier chapitre, sera en partie consacré au cadre législatif américain et européen, et à la réglementation des agences de notation. Nous verrons les mesures prises par les Etats-Unis et l'Union Européenne pour réguler l'activité de ces agences.

Chapitre 1 : Les Agences de notation

Introduction

Les agences de notation, peu connues du grand public jusqu'à la crise des subprimes, ont été fortement critiquées dans la crise de 2008. Dans ce chapitre, il ne sera ni question de l'implication de ces agences dans la crise financière, ni des critiques dont elles ont fait l'objet durant cette dernière.

Ces agences n'ont pas été non plus épargnées durant la crise de la dette souveraine, où les décideurs européens pointèrent du doigt leur responsabilité dans son aggravement. Sans entrer dans plus de détails, il est avant tout utile de connaître leur fonction première. Nous consacrerons ce chapitre à rappeler l'histoire des trois principales agences qui dominent le marché oligopolistique des notations, leur définition et leur rôle économique, l'attribution de la notation à un pays souverain, leur mode de rémunération et les deux principales critiques faites à leur égard.

A l'origine des agences de notation

« *The public has the right to know* »
Henri Varnum Poor 1812-1905

Bien qu'il existe approximativement 150 agences locales et internationales de notation à travers le monde, Standard & Poor's, Moody's et Fitch sont clairement les trois entités dominantes. Toutes les trois opèrent et disposent d'une attache sur les six continents (Lawrence, 2010, p. 216). En d'autres termes, le marché de l'offre des notations est très largement dominé par ces trois agences qui en détiennent à elles seules 95% des parts de marché. Les deux agences principales, Standard & Poor's (S&P) et Moody's, ont chacune 40 % de parts de marché. Quant à Fitch, la troisième plus grande agence à travers le monde, elle détient 15% de parts de marché, ce qui est significativement moins que ses deux principaux rivaux (Wolfson, Crawford, 2010, p. 85). De par sa structure, le marché de l'offre de notation est de nature oligopolistique, ce qui revient à dire qu'il existe un nombre d'offres très faible par rapport au nombre de demandeurs.

On peut donc légitimement se poser les questions suivantes : Qu'est ce qui fait que ces trois agences soient si prédominantes sur le marché de la notation ? Comment se sont-elles imposées comme les leaders de ce secteur ? Pour répondre à cela, il est utile de revenir sur leurs histoires respectives.

L'origine de l'agence de notation Standard & Poor's, remonte à 1860, année où Henry Varnum Poor (1812-1905) publie son premier livre « History of Railroads and Canals of the United States » (Standard and Poor's, n.d.), une première dans le secteur du rail.

Dans le courant du 19^{ème} siècle, le développement et la construction de chemins de fer prendront une grande importance dans l'économie américaine au point de devenir la première industrie du pays. Cette industrie ne laisse pas indifférent les investisseurs.

Henry Varnum Poor part du constat que ces derniers ont de grandes difficultés à se procurer de l'information financière sur les sociétés privées et en particulier sur les sociétés ferroviaires (Wolfson, Crawford, 2010, p. 86). De plus, au sein du secteur, il subsiste un problème d'asymétrie de l'information entre, d'une part, les investisseurs disposés à prêter leurs capitaux et, d'autre part, les sociétés ferroviaires désireuses de les emprunter (Petitjean, 2012, p. 1). Le manque d'information dans ce secteur était dû à différentes raisons; les plus importantes étant le coût lié au regroupement et l'interprétation de l'information et son inaccessibilité au public. La demande d'information concernant cette industrie florissante était donc sans précédent et insatisfaite. Toutes ces conditions mises ensemble ont permis à Henry Poor de prendre l'initiative de compiler un compte rendu exhaustif des informations financières et opérationnelles des sociétés de chemins de fer des Etats-Unis (Wolfson, Crawford, 2010, p. 86). En 1869, après avoir fondé « H.V. and H.W. Poor Co. », Henry Poor et son fils publièrent le « Poor's Manual of Railroads » toujours dans le but d'informer les investisseurs sur les sociétés des chemins de fer. Ce manuel sera mis à jour annuellement et vendu aux investisseurs désireux d'investir dans ce secteur (Standard & Poor's, n.d.).

En 1900, John Moody entre également dans le business de l'information financière en fondant la société « John Moody & Company » et publie le « Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities ». Comme son nom l'indique, le manuel fournit des informations et des statistiques sur divers secteurs d'activité, notamment sur les actions et les obligations des institutions financières, les agences gouvernementales, les exploitations minières, les entreprises de production et ainsi de suite. Le manuel de Moody's était

désormais devenu une référence à travers tout le pays. Après le krach boursier de 1907, la société de John Moody, en raison de problèmes financiers, se verra dans l'obligation de revendre son manuel (Moody's, n.d.) à Roy W. Porter, qui décide par ailleurs d'engager aussi une négociation de rachat du « Poor's Railroad Manual Co. », successeur du « H.V. and H.W. Poor Co. ». Porter va alors fusionner ces deux dernières compagnies afin de créer la « Poor's Publishing Co. » (Standard & Poor's, n.d.).

Luther Lee Blake (1874-1953), un autre pionnier dans le domaine, va à son tour fonder une société de publication de données économiques. Comme Henry Varnum Poor, Luther reconnaît l'importance et le besoin de fournir une information financière précise et centralisée aux investisseurs et décide donc de créer la « Standard Statitics Bureau » en 1906. Cette société ne s'intéresse pas uniquement à l'industrie ferroviaire, mais va au-delà en fournissant de l'information financière concernant d'autres secteurs, comme le fait déjà la société de John Moody (Standard & Poor's, n.d.).

L'agence de notation Standard & Poor's est donc le résultat de la fusion en 1941 des deux entités « Poor's Publishing Co. » et « Standard Statistic Bureau ». Cette nouvelle compagnie fût rachetée en 1966 par le groupe « McGraw-Hill Companies » (Wolfson, Crawford, 2010, p. 86).

Malgré la vente de son manuel, John Moody n'a pas dit son dernier mot. En 1909, il va publier le « Manual of Railroad Securities » dans lequel il note la qualité de l'investissement de 200 entreprises de chemins de fer. Il offre également une conclusion et l'exprime par une lettre. Moody est donc le premier à assigner une cote alphabétique aux sociétés et à leurs titres dans un ordre décroissant. Cette notation n'a rien à voir avec l'analyse financière moderne car les lettres ne désignaient pas encore à l'époque une catégorie de probabilité de défaut de l'émetteur. Il s'agissait plus d'une compilation disparate d'information que les investisseurs ne pouvaient trouver de leur propre chef ou bien coûteux à rassembler par eux-mêmes (Wolfson, Crawford, 2010, p. 86). En 1914, « Moody's Investor Services » a été créée et rapidement la société a offert ses services aux marchés. En moins d'une décennie, les notations Moody's couvraient presque 100% du marché des obligations américaines (Moody's, n.d.).

Quant à la dernière agence de notation, Fitch, elle fut créée en 1913 par John Knowles. « Fitch Publishing Company » commença à vendre des analyses statistiques et financières au

public. C'est cette compagnie qui introduisit en 1924 l'échelle de notation moderne allant de « AAA » à « D » et qui devint rapidement la référence (Investopedia, n.d.). Les autres agences de notation, la « Poor's publishing Co. », la « Standard Statistic Co. » et ainsi que « Moody's » vont également suivre le mouvement et commencer à adopter ce nouveau type de notation. Afin de devenir une agence à portée internationale, Fitch va fusionner en 1997 avec IBCA de Londres, détenue par Fimalac, une société holding fondée et dirigée par le français Marc Ladreit de Lacharrière. La naissance de la troisième plus grande agence au monde s'accompagne de l'acquisition, par voie d'OPA, sur le marché de New York de Duff & Phelps, quatrième agence de notation. Cette acquisition a été une étape décisive permettant à Fitch de se hisser au rang de troisième mondial (Fimalac, n.d.). Il est intéressant de noter que l'agence Fitch a été détenue à 50% par le holding français Fimalac. Lacharrière a cédé 30% de ses parts dans Fitch à l'éditeur américain Hearst qui en détenait déjà 50% (Les Echos, 2014).

Chacune de ces trois agences a, à un moment donné de son histoire, créée et rachetée de nombreuses agences locales. Standard and Poor's dispose d'un ancrage local de représentation dans de nombreux pays, tel qu'en Argentine, en Australie, au Brésil, au Canada, en France, au Japon, en Russie, etc. Moody's, quant à elle, a établi des alliances avec des agences de notation locales en Corée, en Chine, en Inde, en Argentine, etc. À ce jour, nous ne savons pas l'emprise qu'exerce Moody's sur ces agences en matière de surveillance et de contrôle des normes professionnelles, ni comment la conduite de ses alliances s'opère. Fitch a également une présence locale au Brésil, en Argentine, au Mexique, en Afrique du Sud et ainsi que plusieurs agences affiliées (Roy, Walter, 2001, pp. 17-18).

Depuis les années 40, le secteur de la notation est resté entre les mains des oligopoles. Malgré diverses tentatives, aucune autre agence n'est parvenue à s'imposer sur ce marché, dans la mesure où elles se sont faites rachetées par les trois grandes (L.I.E.S.I, n.d.). Comme précisé plus haut, ces agences ont été créées afin d'informer les investisseurs à propos d'un secteur d'activité bien précis (chemins de fer, etc.). Cependant, leur rôle s'est élargi. Bien que leur objectif principal soit toujours d'attribuer une notation aux entreprises et aux Etats, elles ont commencé aussi à fournir tous types de services de consultance (Petitjean 2012, p. 9). Ce qui a fortement été décrié durant la crise des subprimes (Collard, 2011, p. 10).

Ainsi, les entités, qui deviendront les agences de notation, ont toutes été créées dans le courant du 20^{ème} siècle. Bien qu'elles aient subi des modifications et de nombreux

changements de propriétaires, les quatre agences historiques ont donné naissance aux trois plus importantes agences de notations à ce jour et ce n'est pas totalement dû au hasard. Certes, ces agences ont bénéficié du facteur « histoire » pour se développer et se consolider une position de force sur le marché de la notation. S&P va ainsi mettre en avant son existence de plus de 150 ans (Standard & Poor's, n.d.) et par conséquent d'expérience à faire valoir. Cependant, le facteur historique n'explique pas tout. Dès lors, une question nécessite d'être posée : comment sont-elles devenues incontournables ?

Plusieurs facteurs et événements au cours de leur histoire ont permis aux agences de notation de devenir les « Big three ».

Commençons par dire que le poids de la réputation est une donnée à ne pas sous-estimer. Même si l'émetteur a le choix entre un grand nombre d'agence, il aura tout intérêt à solliciter celles qui ont la meilleure réputation. De plus, du fait de leurs longues années d'expérience, S&P, Moody's et Fitch revendiquent des décennies de récolte d'information et de suivi de données financières. *« Cette situation oligopolistique est donc d'une certaine manière intrinsèque au secteur »* (Collard, 2011, p. 8).

Mais ce qui a incontestablement permis à ces trois agences d'asseoir leur suprématie a été le fait de leur donner du poids dans les réglementations officielles. En effet, suite à la grande dépression de 1929, durant laquelle beaucoup de banques américaines firent faillite, pour la première fois dans l'histoire, on demanda aux banques de s'appuyer sur les manuels de notation afin de les encourager à investir dans des obligations de bonne qualité et se séparer des obligations considérées comme spéculatives (Collard, 2011, p. 8).

En 1936, l'utilisation des manuels des agences est insérée dans la régulation financière de l'Etat fédéral américain. En décidant de les intégrer, les autorités américaines donnent aux notations forces de loi (Petitjean, 2012, p. 4). Cette emprise est définitivement scellée en 1975 lorsque la « Securities and Exchange Commission » (SEC) introduit le terme de « Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations » (NRSRO) et confère ce statut à dix agences de notation. Ainsi, seules les notations de ces NRSROs sont reconnues par les SEC. Depuis, leur appréciation du risque sert d'information à tout type d'investisseurs à travers le monde (Wolfson, Crawford, 2010, p. 85).

En Europe, il faudra attendre 2006 avec l'entrée en vigueur des accords de Bâle II pour que les régulateurs tiennent compte de la qualité de l'emprunteur en se basant sur les

notations de crédit des agences. Plus la notation est basse, plus le risque de perte est élevé et plus la banque doit disposer de fonds propres suffisants pour résorber une perte éventuelle (Petitjean, 2012, p. 7). Dans Bâle I, le « ratio de Cook » prévoyait que les banques devaient se prémunir au cas où leurs engagements de crédit viendraient à perdre de la valeur. Juste un « coussin » de sécurité de 8% du portefeuille devait être prévu. La seule variable prise en compte était le montant prêté. Il n'y avait pas de référence à la qualité de l'emprunteur.

En somme, prévoir explicitement dans les règlements que les obligations doivent désormais tenir compte des notations émises par les agences, revenait de facto à leur accorder une fonction de certification. Cela eut pour effet que les notes, n'étaient plus un simple avis, mais acquéraient une valeur normative (Adamek, Miremad 2012, p. 25).

Tous ces changements, qui ont affecté les agences de notation, sont tous simplement venus donner encore plus d'importance à la notation sur le marché obligataire. « *La situation est paradoxale. Le régulateur encourage l'utilisation de ces « opinions d'experts » alors que les agences de notation ne cessent de déclarer, à juste titre, que leur expertise est faillible* » (Petitjean, 2012, p. 5). L'agence Standard and Poor's précise ainsi sur son site web que les notations sont des opinions et non des faits: “*Standard & Poor's ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the market value of securities or the suitability of securities for investment purposes, and should not be relied on as investment advice*” (Standard & Poor's, n.d.).

Après avoir clarifié le cadre historique de ces trois agences et étudié la manière dont elles sont devenues incontournables sur le marché de la notation, nous allons nous attarder sur la définition d'une agence de notation et son rôle.

Qui sont-elles ? Que font-elles ?

Nous avons beaucoup entendu parler des agences de notation lors des récentes crises des subprimes et de la dette souveraine. Nombreux sont alors ceux qui se sont posés des questions sur l'existence des agences de notation. À quoi servent-elles ? Que font-elles ? Commençons par une revue de littérature pour définir les agences de notation.

Selon Petitjean M. (2012, p. 1) « *les agences de notation sont des institutions privées*

dont le travail consiste à évaluer la capacité de remboursement d'Etats et de sociétés privées qui décident de s'endetter sur les marchés de capitaux en émettant des titres de la dette à court ou long terme. Ces agences synthétisent leur travail d'évaluation en octroyant une notation, appelée «rating» en anglais ». Il est important de noter dans cette définition que les agences évaluent la capacité de remboursement de l'émetteur et synthétisent leurs conclusions en leur attribuant un rating. L'agence joue donc un rôle important en rendant l'information publique et accessible à tous.

Pozen R. et Conroy B. (2012, p. 1) préfèrent, quant à eux, définir les agences de notation de la sorte : « *Credit rating agencies evaluate and publicize their opinions of the creditworthiness of trillions of dollars of corporate debt, government debt, and more complex financing vehicle* ». Ces auteurs mettent en avant le fait que les agences de notation émettent juste leur opinion sur la solvabilité des obligations des Etats et entreprises. Frost. C. (2006, p. 2) définit également les agences de notation de la même manière que Pozen et Conroy : « *Credit rating agencies (CRAs) provide opinions on the creditworthiness of entities and their financial obligations (such as bonds and preferred stock)* ». L'opinion est émise afin de mieux définir la capacité de l'entreprise à faire face à ses obligations financières.

Les sénateurs français Espagnac et de Montesquiou dans « Agences de notation pour une profession réglementée » proposent une définition différente. « *Les agences de notation financière évaluent le risque de crédit, c'est-à-dire le risque de défaut d'un émetteur sur ses dettes financières* » (2012, p. 3). Le point important dans cette définition est qu'une agence de notation évalue uniquement le risque de défaut d'un émetteur.

Richardson et White (2009), dans leur définition, reprennent les notions importantes relevées ci-dessus, à savoir la notion d'opinion, d'avis, d'évaluation de la solvabilité de l'émetteur et la probabilité de défaut. « *Credit rating agencies - the three major ones being Moody's, Standard & Poor's, and Fitch-are firms that offer judgments about the creditworthiness of bonds. Specifically, the agencies measure the likelihood of default on debt issued by various kinds of entities, such as corporations, governments, and (most recently) securitizes of mortgages and other loan obligations* ».

La définition d'une agence de notation est donc légèrement différente d'un auteur à l'autre. Cependant, tous définissent la même chose mais mettent en avant ce qui leur semble le plus important. Petitjean définit une agence de notation en insistant sur son rôle premier,

c'est-à-dire évaluer la capacité de remboursement de l'émetteur. Pozen, Conroy et Frost sont d'accord sur le fait qu'après évaluation les agences de notation émettent une opinion sur la solvabilité des émetteurs. Les deux sénateurs français préfèrent mettre l'accent sur la probabilité de défaut de l'émetteur. Quant aux deux derniers, Richardson et White sont selon nous les plus complets. Ils définissent les agences de notation comme des entités émettant des jugements sur la solvabilité de l'émetteur et plus précisément mesurant la probabilité de défaut de différents types d'émetteurs.

Table 1.1 Echelle de notation de Moody's, Standard & Poor's et Fitch

Signification de la note	Moody's	Standard & Poor's (S&P)	Fitch
Première qualité	Aaa	AAA	AAA
Haute qualité	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Qualité moyenne supérieure	A1	A+	A+
	A2	A	A-
	A3	A-	A-
Qualité moyenne inférieure	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Spéculatif	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Très spéculatif	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Risque élevé	Caa1	CCC+	CCC
Ultra spéculatif	Caa2	CCC	
En défaut, avec quelques espoirs de recouvrement	Caa3	CCC-	
	Ca	CC	CC
	C	C/CI/R	C
En défaut sélectif		SD	D
En défaut		D	

Source : Standard & Poor's, Moody's, Fitch, Petitjean (2012)

Après avoir clarifié la définition des agences de notation, nous allons voir comment elles forment leur jugement. La table 1.1 ci contre s'applique aux titres de la dette à long terme. Les agences vont attribuer à un émetteur une notation allant du « triple A » à un « D ». Plus la notation se rapproche du « AAA » (Aaa chez Moody's), plus l'agence considère que la faillite de l'émetteur du titre est improbable. En d'autres termes, le « triple A » symbolise un émetteur de première qualité, qui, probablement parlant, a le

moins de chance de faire défaut sur ses paiements. Et inversement, plus la notation se rapproche de D, plus l'émetteur est de mauvaise qualité et on s'attend à ce qu'il fasse défaut une fois arrivé au bas de l'échelle de notation. Les entités recevant un grade compris entre le « triple A » et « BBB- » (Baa3 chez Moody's) sont généralement considérées comme des entreprises dans lesquelles il est sûr d'investir. C'est la catégorie des « investment grade ». Investir dans une entité ayant une notation plus basse que « BBB- » équivaldrait à investir dans des obligations spéculatives (non-investment bonds/junk bonds) (Petitjean, 2012, p. 1). En Annexe 1, nous trouverons plus de détails concernant l'échelle de notation. Il est important

de noter que la notation d'un émetteur aura un rôle à jouer sur sa capacité à s'endetter.

La mission principale des agences de notation consiste donc à réduire l'asymétrie de l'information entre l'émetteur et les investisseurs en émettant une notation. Les émetteurs de dette ont intérêt à prouver leur bonne santé financière, ce qui inclut de payer les intérêts et de rembourser leur emprunt initial. Et inversement, les investisseurs disposent de fonds à prêter, mais n'ont pas toujours la possibilité, ni les moyens d'investiguer sur la capacité financière des emprunteurs. Les agences se positionnent donc comme intermédiaires entre l'emprunteur et le prêteur en publiant et fournissant à ce dernier de l'information sur le risque de défaut de l'émetteur (Le Monde, 2010).

Lors de l'audition en commission au sénat français de Norbert Gaillard, économiste et consultant auprès de la banque mondiale, la présidente, Frédérique Espagnac posa une question pertinente : *« Comment expliquez-vous le fait que malgré que les agences se trompent depuis dix ans ou ne font que suivre le marché, les investisseurs continuent à s'appuyer sur elles ? »*. Sa réponse fut : *« les investisseurs admettent volontiers que les agences ont commis des erreurs – voire une faute dans le cas de la crise des subprimes – mais estiment malgré tout qu'elles fournissent des indications précieuses qu'eux même sont capable de retraiter. Les investisseurs des grands établissements de crédits ou des grandes compagnies d'assurance bénéficient de « scoring » internes : ces systèmes de notation leur permettent d'ajuster la note qu'ils obtiennent de Standard & Poor's, de Moody's ou de Fitch. Paradoxalement les investisseurs ne sont pas si gênés que cela par les erreurs commises ces dernières années. [...] Le travail d'un investisseur consiste [également] à porter un minimum de regard critique sur un émetteur de dettes et sur son risque d'insolvabilité mais également sur une note. S'il ne le fait, il commet lui-même une faute »* (Sénat français, n.d.).

En résumé, les agences de notation fournissent une note concernant la solvabilité d'un émetteur, que l'investisseur, à lui seul, serait dans l'incapacité de regrouper les informations et de les analyser par faute de temps et parfois même de connaissances. La note émise par l'agence est donc une bonne synthèse regroupant des informations publiques et, parfois, privées. Ceci dit, l'investisseur doit prendre du recul à l'égard de la note, car s'y fier pleinement reviendrait à dire que la notation est exacte, sans devoir se poser certaines questions essentielles. Whelan (2011, p. 70) nous dit que les compagnies, réalisant leur propre évaluation du risque et la révisant à différents moments, pourraient être moins sujettes à une instabilité financière.

Attribution des notations

Intéressons-nous maintenant à la manière dont les agences déterminent la note attribuée à un pays. Etant donné que le sujet de ce mémoire est consacré à la dette souveraine, nous laisserons de côté la méthodologie adoptée par les agences pour noter les entreprises privées.

Selon Dimitrijevic A. et Sirou C., responsables des critères souverains et de la zone francophone respectivement auprès de Standard & Poor's, *« le rôle des agences de notation est de fournir aux investisseurs une évaluation indépendante de la qualité de crédit des différents émetteurs et de le faire sur une échelle de notation commune à tous les émetteurs. Les agences contribuent ainsi à réduire l'asymétrie d'information entre émetteurs et investisseurs, et donc à promouvoir la circulation des flux de capitaux entre prêteurs et emprunteurs, elle-même moteur de la croissance mondiale. Les notations contribuent ainsi à l'efficience du marché, d'autant plus que les informations qu'elles délivrent sont publiques et accessibles à tous »* (Dimitrijevic, Sirou, n.d.).

Nous allons tout d'abord distinguer le risque souverain du risque pays. Ces deux termes recouvrent des notions différentes, fréquemment confondues, qu'il s'agit ici de clarifier. On entend par risque souverain *« la qualité de crédit d'un état, c'est-à-dire que c'est une mesure de la capacité et de la volonté d'un état de rembourser sa dette à échéance et en totalité »*. En d'autres termes, il s'agit de la probabilité selon laquelle un Etat cesse de rembourser sa dette obligataire, ou bien la structure selon des conditions qui représentent une perte pour les investisseurs. Dans certains cas, ce type de risque peut impacter la notation des acteurs publics ou privés. Le défaut potentiel d'un Etat peut être susceptible d'avoir un impact sur la qualité de crédit d'autres acteurs (Dimitrijevic, Sirou, n.d.). Ainsi en 2011, la banque franco-belge, Dexia, a été mise sous surveillance négative en raison de ses 4,3 milliards d'Euros d'exposition directe à la dette grecque (au risque souverain) (Le Figaro, 2011).

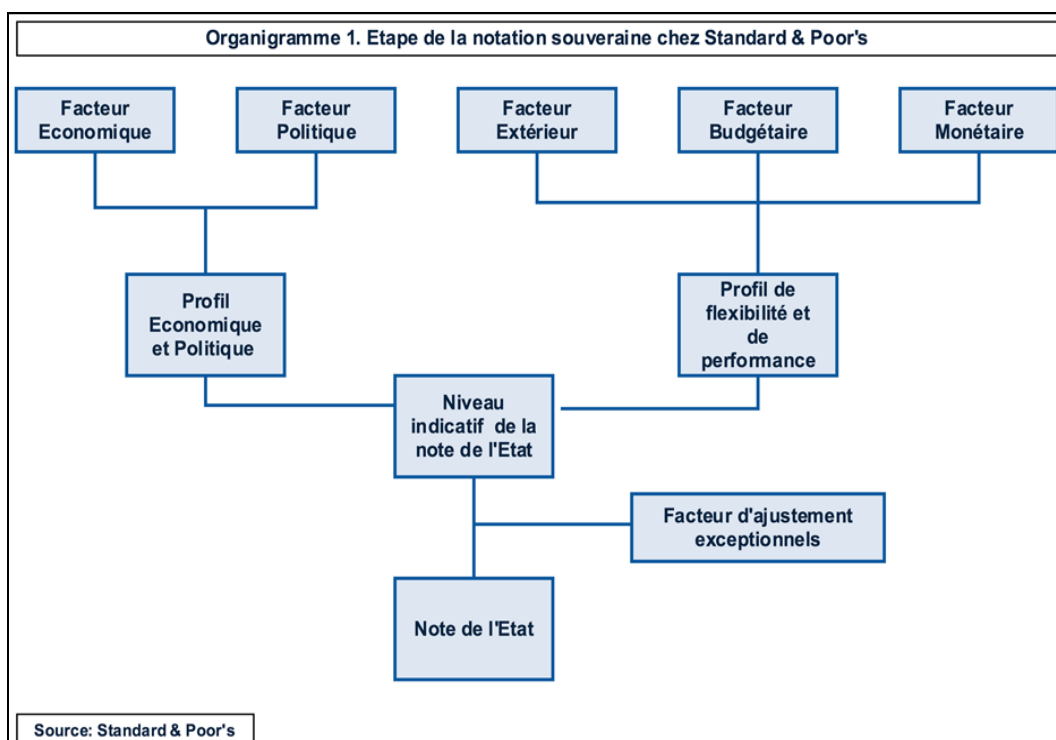
Le deuxième terme, risque pays, est plus large que le premier. Il recouvre un ensemble de risque d'ordre économique, politique, financier, réglementaire et environnemental afférents à la situation d'un pays. Ces facteurs sont susceptibles d'influencer la qualité de crédit des entreprises qui y sont implantées et sur la qualité de crédit des investissements. Si l'on compare deux entreprises avec le même type d'activité, l'une située en Syrie et l'autre en

Belgique, le risque pays va permettre de mesurer si l'une d'entre elles présente un risque crédit plus élevé du fait de sa localisation (Dimitrijevic, Sirou, n.d.).

Méthodologie

Dans cette section, il s'agira d'étudier la méthodologie de mesure du risque souverain par l'agence de notation Standard & Poor's afin de noter un Etat.

La notation du risque souverain d'un Etat repose à la fois sur l'évaluation de sa capacité à payer et sur sa volonté de rembourser sa dette et les intérêts à moyen et long terme (Pozen, Conroy, 2012, p. 2). La notation par Standard & Poor's se base sur des critères publics, identiques pour tous les Etats que l'agence note. Les agences de notations donnent de l'importance primordiale aux problématiques locales et régionales dans l'analyse du risque souverain. L'exemple le plus frappant en Europe est celui de l'Ukraine où Moody's, inquiète de l'escalade de la crise, décide d'abaisser la note de ce pays (La Libre, 2014). Ceci dit, Standard & Poor's a développé une mesure de la qualité de crédit des Etats à partir de critères qualitatifs et quantitatifs reposants sur cinq facteurs : économiques, politiques, extérieur, budgétaire et monétaire (les détails sont fournis en annexe 2). L'organigramme 1 ci-dessous reprend les différentes catégories de facteurs pris en compte lors du processus de la notation du risque souverain par Standard & Poor's.



D'après les deux responsables de Standard & Poor's, « *chacun de ces facteurs, évalué selon des critères qualitatifs et quantitatifs, se voit attribuer un score allant de 1 (le plus élevé) à 6 (le plus faible)* ». L'agence de notation établit donc une base de données des différents facteurs se rapportant à un pays donné. Ensuite, elle accorde un poids à chacun des facteurs et calcule un score. Jamarillo (2010, p. 4) affirme également que les trois grandes agences de notation indiquent effectivement baser leur évaluation du risque souverain sur l'analyse d'un large ensemble de facteurs économiques, sociaux et politiques. Cependant, elles restent discrètes quant à la pondération allouée à chacune de ces variables dans leur évaluation finale. Il n'en reste pas moins qu'il nous est impossible de connaître précisément le poids accordé aux variables utilisées. Buessoum Y. (2004, p. 9) nous précise que « *les organismes chargés des ratings risque pays ne délivrent quasiment aucune information concernant les opérations effectuées sur les composantes entrant dans la Black Box et aboutissant à la notation* ».

Ceci constitue l'une des grandes critiques à l'égard des agences de notations lors de ces récentes crises. En effet, il a été reproché à celles-ci de manquer de transparence car elles n'avaient pas suffisamment publié d'informations (Pozen, Conroy, 2012, p. 4) et communiqué sur leurs méthodes d'évaluation, ni sur les moyens techniques qu'elles mettaient en œuvre dans le processus menant à la notation (Le Monde, 2011).

Une fois que la première étape prend fin, ces différents facteurs seront regroupés dans un profil économique et politique ou de flexibilité et de performance. À partir de ces deux profils, l'agence de notation pourra alors donner un niveau indicatif de la note de l'Etat. En grande majorité, la note finale attribuée à un Etat sera à un niveau très proche du niveau indicatif. Cependant, des facteurs d'ajustement exceptionnels peuvent mener l'agence à signaler ou à détériorer (rapidement) la qualité de crédit d'un Etat. C'est le cas lors d'une crise politique, d'un déclenchement d'un conflit armé et ainsi de suite (Dimitrijevic, Sirou, n.d.).

Dans ce processus de notation, les grandes inconnues restent les données prises en compte pour ces cinq facteurs, ainsi que les poids attribués à chacune d'entre eux. Par ailleurs, le modèle utilisé par les agences n'était pas non plus divulgué. Néanmoins, certains auteurs ont tout de même essayé de comprendre ce qui se cachait derrière la notation des Etats. Nous pouvons citer l'exemple d'Antonio Afonso (2002, p. 8) qui, à l'aide de plusieurs modèles économétriques, a su répliquer de manière correcte les ratings d'Etat fournis par deux agences

de notations. Il a incorporé dans ses régressions linéaires les variables suivantes : le PIB par habitant, le taux de l'inflation, le taux de croissance réelle de l'économie, le degré de développement économique, l'historique des défauts, la balance budgétaire et la dette extérieure. Le résultat de son analyse est le suivant : les variables qui semblent être les plus significatives statistiquement parlant sont le PIB par habitant (qui est assez important), la dette externe (comme un pourcentage des exports), le niveau de développement économique, l'historique de défaut, le taux de croissance réel et l'inflation.

On trouvera dans le tableau 2 les notations, datant de fin juillet 2012 et de fin avril 2015, que les trois agences de notations ont attribué à la dette souveraine des pays de la zone euro. Ce tableau est donc le résultat du processus de notation que S&P, Moody's et Fitch ont attribué aux pays de la zone euro. On y trouvera également la perspective d'évolution de la notation : + signifiant perspective positive, - signifiant l'inverse.

Tableau 2. Notation Zone Euro en juillet 2012 et en avril 2015

	S&P	Fitch	Moody's		S&P	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AAA	Aaa	Austria	AA+	AA+	Aaa
Belgium	AA	AA	Aa3	Belgium	AA	AA	Aa3
Cyprus	BB	BB+	Ba3	Cyprus	B+	B-	B3
Estonia	AA-	A+	A1	Estonia	AA-	A+	A1
Finland	AAA	AAA	Aaa	Finland	AA+	AAA	Aaa
France	AA+	AAA	Aaa	France	AA	AA	Aa1
Germany	AAA	AAA	Aaa	Germany	AAA	AAA	Aaa
Greece	SD	CCC	C	Greece	CCC+	CCC	Caa1
Ireland	BBB+	BBB+	Ba1	Ireland	A	A-	Baa1
Italy	BBB+	A-	Baa2	Italy	BBB-	BBB+	Baa2
Luxembourg	AAA	AAA	Aaa	Luxembourg	AAA	AAA	Aaa
Malta	A-	A+	A1	Malta	BBB+	A	A3
Netherlands	AAA	AAA	Aaa	Netherlands	AA+	AAA	Aaa
Portugal	BB	BB+	Ba3	Portugal	BB	BB+	Ba1
Slovakia	A	A+	Baa3	Slovakia	A	A+	A2
Slovenia	A+	A	Baa2	Slovenia	A-	BBB+	Baa3
Spain	BBB+	BBB	Baa3	Spain	BBB	BBB+	Baa2
Source: S&P, Moody's, Fitch. Fin juillet 2012				Source: S&P, Moody's, Fitch. Fin avril 2015			

En juillet 2012, nous constatons que la notation de la Grèce, du Portugal, de l'Irlande et de Chypre est en zone spéculative de la part d'une agence au minimum. L'Italie, ainsi que l'Espagne se rapprochent de la frontière des « non-investment grade ». Seules l'Allemagne, la Finlande, les Pays-Bas et le Luxembourg ont conservé leur « triple A » de la part des trois agences.

En avril 2015, seuls l'Allemagne et le Luxembourg ont su conserver « leur triple A ». Les Pays-Bas et la Finlande ont vu leur noté dégradé uniquement par l'agence Standard & Poor's. La notation de la Belgique est restée stable, il n'y a pas de différence entre juillet 2012 et avril 2015. La Grèce, en 2015, se trouve mieux notée qu'en 2012, mais reste toujours aussi risquée. L'Espagne et l'Italie sont toujours aussi proches de la frontière spéculative qu'en 2012. La notation de Chypre est encore plus basse sur l'échelle qu'en 2012. La notation de l'Irlande s'est nettement améliorée en 2015.

Rappelons cependant qu'une agence de notation a pour rôle principal d'émettre une opinion sur la qualité financière d'un Etat (ou d'une entreprise). Etant donné que c'est un jugement qu'elles émettent, la notation d'une entité n'assure en rien que cette dernière ne fasse pas défaut, même si la notation est considérée comme excellente. Tout ce que cela veut dire est que la probabilité de défaut est faible et non pas nulle. En finance, le risque zéro n'existe pas.

Dans la suite du chapitre, nous aborderons deux critiques importantes à l'égard des agences de notation. Commençons tout d'abord par expliquer la manière dont les agences de notation se rémunèrent. Ensuite, nous regarderons plus en détail les critiques liées aux conflits d'intérêts posés par le modèle de l'émetteur payeur et celle envers la structure de marché des agences de notation.

Rémunération : investisseur-payeur vs émetteur-payeur

Le mode de rémunération des agences a fortement évolué durant le siècle dernier. À l'origine les agences de notations avaient optées pour le modèle de rémunération d'investisseur-payeur. Les trois pionniers dans le domaine récoltaient et centralisaient de l'information financière dans un manuel qu'ils vendaient ensuite aux investisseurs. Ces derniers s'informaient sur la qualité des actifs financiers qu'ils allaient acquérir et pour cela, ils rémunéraient les agences de notations, de manière directe, en achetant leurs carnets d'analyse. (Collard, 2011, p. 5).

Le renversement du mode de rétribution s'est effectué dans les années 1970. Nous sommes passés d'un mode investisseur-payeur à un modèle émetteur-payeur, où l'émetteur devra payer pour avoir une notation.

Une raison de cette modification est l'apparition de la photocopie, menaçant ainsi le système investisseur-payeur. Plusieurs investisseurs pouvaient se cotiser pour acheter un carnet, ensuite le dupliquer et le diffuser sans grande difficulté. Leurs frais en étaient réduits, d'une part, mais également les revenus des agences, d'autre part. (Petitjean, 2012, p. 5). De plus, la crise économique sévissant aux Etats-Unis, de nombreuses entreprises, soucieuses d'attirer de nouveaux investisseurs, cherchaient à rassurer et l'obtention d'un bon rating pouvait les y aider. C'est pourquoi, elles commencèrent à payer les agences pour un rating et devinrent leurs clientes directes. Certains Etats aussi collaborèrent avec les agences afin de trouver de l'argent frais. Notons que cela marquait un tournant dans l'approche des agences car jusqu'en 1970, les notations étaient non sollicitées. Les agences émettaient des notes sans le consentement des émetteurs et fondaient leurs analyses sur des informations obtenues publiquement.

Pour se justifier, les agences expliquent que le système financier était devenu de plus en plus complexe et que cela induisait des frais d'analyse additionnels croissants que les investisseurs seuls n'étaient plus prêts à supporter. Elles ajoutèrent que ce changement de rétribution, permettant des retombées financières par une notation de bonne qualité, profitait aux Etats et aux entreprises (Collard, 2011, p. 5).

Les agences de notation ne sont certes pas dénuées de défauts. Et c'est lorsque des crises éclatent que les critiques émergent. Suite à la crise des subprimes des voix s'élevèrent à l'encontre des agences de notation sur les aspects liés aux conflits d'intérêts apparents et à la structure de marché oligopolistique. Passons les en revue dans la section suivante.

Conflits d'intérêt apparents

Le premier conflit d'intérêt qu'il nous semble évident de relever est celui du mode de rémunération « émetteur-payeur » des agences de notation. Etre en relation directe avec les agences permet aux émetteurs d'espérer négocier et obtenir les meilleures notations possibles pour diminuer leur coût de financement. Les agences de notations obtiennent ainsi une source de financement stable étant donné le rôle institutionnalisé que les régulateurs leur ont conféré. De plus, elles ne comptent pas perdre de clients et seront donc susceptibles de noter les Etats, entreprises mieux que ce que les données financières suggèrent. Et enfin, les investisseurs ne doivent plus payer pour les notations car elles sont maintenant publiques (Petitjean, 2012, p. 5). Chacun y trouve son compte.

La réputation d'une agence de notation est intimement liée à ses profits. Mariano B. (2012, p. 2) montre dans son article « Market Power and Reputational Concerns in the Rating Industry » que les agences de notation, inquiètes de leur propre réputation, pourraient ne pas avoir d'incitant à fournir une notation précise, cela même en l'absence de conflits d'intérêts. La raison pour laquelle la réputation des agences est un élément important dans leur rating est que cela confère de la crédibilité à leurs annonces et, par conséquent, pousse les entreprises et les Etats à les engager. Une agence avec une mauvaise réputation va finir par porter un coup à ses profits. La réputation peut donc les mener à fournir un rating moins précis et moins fiable.

Le passage du mode de rémunération de l'investisseur-payeur à l'émetteur-payeur soulève de toutes évidences certains doutes concernant la qualité du rating de crédit lors de la crise financière. Ponce J. (2010, p. 2) a étudié les conséquences de cette transition sur la qualité des notes attribuées par les agences de notation. Le résultat principal de son étude est que la transition du mode de paiement a généré une dégradation de la qualité des notations. Le conflit d'intérêt est donc inhérent au modèle émetteur-payeur. L'exemple d'Enron Corporation est plutôt parlant. Cette compagnie avait une note d' « investment grade » sur l'échelle des notations par la plupart des agences, et ce jusqu'à quatre jours avant d'être déclarée en faillite.

Le second conflit d'intérêt est dû au fait que les agences de notation peuvent fournir des services de consultance. Cette activité bien particulière a fortement été critiquée lors de la crise des subprimes. En effet, depuis plusieurs dizaines d'années, les agences ont élargi leur champ d'activité. En plus de fournir des ratings, les agences commencèrent à offrir des services de conseil aux entreprises. Une banque pouvait ainsi se voir attribuer une notation, contre rémunération, mais également acheter des données, des analyses et des modèles constitués par les agences de notation afin d'améliorer leurs systèmes de risques internes (Frost, 2006, p. 18). Les agences facturent donc des services aux entreprises qu'elles notent. Ce qui soulève des questions de possibles conflits d'intérêts.

Le seul fait de savoir qu'une seule même entité puisse offrir des services de conseil pour améliorer éventuellement la notation et ensuite noter l'entreprise peut poser de nombreux problèmes. Certaines d'entre elles peuvent être tentées de recourir aux services de conseil avant de payer pour une notation. En 1990, avec l'émergence de la titrisation, les banques financières chargées de constituer des produits structurés se sont tournées, dans un premier temps, vers les agences pour leur service de conseil, et, ensuite leur ont demandé

d'attribuer une notation à ces mêmes produits. Elles sont « juge et partie ». Néanmoins, les agences de notations défendent le sérieux de leur analyse et rappellent que seule leur réputation leur assure la confiance du marché. Si, toutefois, il venait à être démontré que ces agences notent de manière erronée, leurs réputations seraient mises en jeu et elles perdraient immédiatement des parts de marché en faveur des autres (Collard, 2011, p. 10).

Structure de marché oligopolistique

Comme nous l'avons fait remarquer tout le long de ce travail, le marché de la notation est très restreint. En effet, uniquement trois grandes agences de notation possèdent à peu près 95% des parts de marché. Les nombreuses autres petites agences, spécialisées dans leurs marchés locaux, ne sont pas de taille à concurrencer les trois grandes (AMF, 2012, p. 6). Et il est impressionnant de voir qu'elles parviennent à maintenir un niveau élevé de rentabilité. L'explication réside dans le fait que le Trio dirige le marché de la notation en formant des oligopoles et que plusieurs facteurs rendent difficile l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché.

Premièrement, le succès des trois grandes agences repose sur leur réputation (Roy, Walter, 2001, pp. 2-3). Elles existent depuis le début du 20^{ème} siècle et ont acquis de longues années d'expérience dans le domaine de la notation. Ce capital de réputation leur procure un avantage non négligeable comparé aux potentiels entrants. *« Une agence de notation doit présenter des garanties de compétence en matière d'analyse financière, mais aussi démontrer sa capacité à gérer ses conflits d'intérêts et à préserver son indépendance vis-à-vis des émetteurs »* (Sénat français, n.d.). L'économiste et consultant indépendant, Norbert Gaillard (Sénat français, 2012), nous dit que *« de nombreux investisseurs, aujourd'hui, ne feraient pas confiance à une nouvelle agence et le disent clairement, tout nouvel acteur étant considéré comme peu crédible et son expérience largement insuffisante »*. Un quelconque nouvel entrant devrait commencer par faire ses preuves en montrant que les investisseurs peuvent lui faire confiance.

Une deuxième barrière peut être la taille des agences. Avant de voir trop grand, les petites agences doivent atteindre une taille critique afin d'analyser et évaluer le risque de centaines de milliers d'émissions, comme le font S&P, Moody's et Fitch. D'où l'importance de l'internationalisation car une petite agence qui a comme objectif de grandir doit avoir la capacité d'analyser et émettre des notes sur une large gamme de produits financiers internationalement. Effectivement, ces trois agences, du fait de leur réputation et leur

présence internationale, ont créé de véritables standards dans le secteur de notation. Avoir une taille critique sur ce marché nécessite, dès lors, un capital important à constituer (Sénat français, n.d.).

Les obligations réglementaires imposées aux agences constituent une troisième barrière à l'entrée. D'une part, en 2011, la réglementation européenne a obligé les agences de s'enregistrer auprès de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers. L'AEMF dispose de l'exclusivité des pouvoirs de surveillance des agences de notation de l'UE (Europa, n.d.). Et d'autre part, l'obligation de s'enregistrer auprès de la « Securities and Exchange Commission » (SEC) pour obtenir le statut de NRSRO (Norbert Gaillard, 2012, pp. 14-15). L'obtention d'une accréditation par la SEC n'est pas de toute aisance. L'agence chinoise Dagong en a fait l'expérience. En 2010, la SEC a refusé de lui accorder le statut de NSRO pour les motifs suivants :

« We must, therefore, deny Dagong's application for NRSRO status. At this time, we cannot conclude that Dagong is able to comply with the Exchange Act's recordkeeping, production, and examination requirements. Because we find that Dagong is currently unable to comply with these requirements, we do not reach the issue of whether Dagong at this time has sufficient connection with U.S. interstate commerce to register as an NRSRO and invoke our regulatory and oversight authority Accordingly, IT IS ORDERED that the application for registration as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization filed by Dagong Global Credit Rating Co., Ltd., on December 24, 2009 be, and it hereby is, DENIED » (SEC, 2010, pp. 9-10).

Ce refus est une entrave considérable à l'international. Une agence qui n'a pas le statut de NSRO n'est pas prise au sérieux par les marchés. Les investisseurs chinois accordent, d'ailleurs, plus d'importance aux notes émises par CCXI ou China Lianhe Credit rating, deux agences de notation liées à S&P et à Moody's, qu'à celles émises par Dagong (Sénat français, n.d.).

Nous pouvons constater que, sur ce marché de type oligopolistique, les barrières à l'entrée sont grandes. Les entreprises voulant rejoindre la cour des grand(e)s doivent disposer d'un important capital en réputation que les agences doivent acquérir sur plusieurs années (Sénat français, 2011), un capital important de départ pour constituer une agence de rating atteignant une taille critique et, enfin, obtenir l'accréditation de la SEC et/ou de l'AEMF.

Enfin, quand nous voyons à quel point les agences de notations sont critiquées dans les médias et dans le monde politique, il est assez aisé à comprendre que cela peut en dissuader plus d'une à entrer dans ce secteur d'activité.

Conclusion

Ce premier chapitre nous a permis de mieux comprendre le rôle des agences de notation en passant en revue leur histoire et le processus durant lequel elles attribuent une notation aux pays. Ensuite, nous avons également étudié la manière dont s'est faite la transition du mode de rémunération, de l'investisseur-payeur à l'émetteurs-payeur. Nous avons vu que cela pouvait engendrer un conflit d'intérêt. Le fait de savoir qu'une agence de notation puisse se faire rémunérer directement par l'émetteur est un problème inhérent au mode de rémunération. Toujours dans les conflits d'intérêts, nous avons survolé le fait que les agences puissent recourir aux services de conseil et de notation auprès des mêmes clients. Enfin, pour clôturer le chapitre, nous nous sommes attardés sur la structure de marché oligopolistique où l'on a vu que certaines barrières à l'entrée du marché de la notation existent.

Le chapitre suivant sera consacré à l'éventuel rôle des agences de notation dans la crise de la dette souveraine.

Chapitre 2 : Rôle des agences de notation dans la crise de la dette souveraine

Introduction

Ce chapitre sera consacré au rôle des agences de notation dans la crise de la dette souveraine. Qu'elles aient joué un rôle ou non dans cette dernière, nous ne pouvons pas les rendre responsables des erreurs qu'elles n'ont pas commises. Dans un premier temps, afin de mieux comprendre la crise de la dette, nous reviendrons à ses origines et aux facteurs qui ont contribué à l'endettement public excessif des pays européens. Et nous verrons également que les agences sont dans l'incapacité de prévoir les crises des dettes.

Dans un deuxième temps, nous consacrerons une partie de ce chapitre aux critiques qui ont été énoncées lors de cette crise sur les conflits d'intérêts, la procyclité, la qualité des notations, l'absence de responsabilité civile et la réaction trop lente dans les dégradations de notes des pays souverains. La dernière partie de ce chapitre sera consacré à la dégradation massive des Etats souverains et plus particulièrement à celle de la Grèce. Et enfin, nous aborderons la réaction du marché suite à la détérioration du crédit des Etats souverains. Commençons tout d'abord par les facteurs ayant mené à une lourde dette publique avant la crise.

Crise de la dette souveraine et les agences de notation

La crise est souvent l'image projetée d'anciens problèmes financiers. En effet, la crise n'est souvent qu'un « *simple révélateur ou amplificateur d'une situation préalable structurellement déséquilibrée dans un certain nombre de pays* » (Banque de France, 2012, p. 5). Si la crise financière et la crise de la dette sont en partie responsables de la situation économique et financière actuelle, elles ne peuvent pas être rendues responsables des problèmes qui leur préexistaient, dans certains pays européens déjà fragilisés.

Depuis les années septante, l'Europe ainsi que la plupart des pays industrialisés font face à une tendance haussière de l'endettement public. Les principaux facteurs à l'origine de cette hausse sont multiples. Il y a tout d'abord la structure des dépenses des Etats, à vocation

sociale (retraites, santé, soutien aux bas salaires, etc.) qui ont progressé dans des proportions importantes. Ensuite, le développement du secteur public a également contribué à la hausse de l'endettement public par une hausse des dépenses courantes liée notamment au financement de nouveaux effectifs publics allant en grandissant. Par ailleurs, le vieillissement de la population est aussi un élément à prendre en compte car il vient peser négativement sur les comptes publics en générant des pressions à la hausse. Ces augmentations furent, dans un premier temps, indolores sur le plan économique. Cependant, dès le début des années quatre-vingt, le contrôle, la réduction de l'inflation et le ralentissement de la croissance contribuèrent à révéler les déséquilibres budgétaires. Parallèlement à cette hausse des dépenses publiques, les recettes, elles, ne progressèrent pas pour venir contrebalancer cette augmentation de l'endettement. Les pays confrontés à des déficits publics répétés ne réagirent pas tous en mettant en œuvre des politiques permettant d'augmenter leurs excédents primaires, c'est-à-dire un solde budgétaire positif hors charge de la dette. La France, l'Allemagne et la Grèce, entre autres, ne menèrent pas de politique d'assainissement de leurs finances publiques contrairement à la Belgique, à la Suède et au Canada par exemple (Banque de France, 2012, pp. 5-6).

Deuxièmement, les pays industrialisés abordèrent la crise de 2007-2008 avec un niveau d'endettement élevé. Comme nous l'avons vu précédemment, durant une trentaine d'années, les dettes publiques ne cessèrent d'augmenter, aggravées par le fait que certains pays comme la France ou l'Allemagne ne respectaient déjà plus dès 2002 les critères de ratio de dette inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance. Dans le cas de la France, l'augmentation de la dette ne résultait pas d'un effort de croissance économique mais plutôt d'une gestion peu rigoureuse (Banque de France, 2012, p. 7). Pébereau, président de BNP Paribas, nous signale, dans son rapport de 2005, que « *l'augmentation de la dette publique a été considérée comme une ressource publique à part entière. La diminution de la dette publique n'a d'ailleurs pratiquement jamais été un objectif prioritaire* » (Pébereau, 2005, p. 3). L'assainissement public partiel en 1997 n'a été opéré que dans le but de respecter les critères de Maastricht. Nous pouvons clairement dire qu'il y a eu « *un manque de contrôle et une mauvaise gestion de la part de l'état* » (Chouaib, Jeanneret, 2014, p. 4). Arrivé en 2006, les niveaux d'endettement des pays européens étaient donc globalement élevés (Chevallier, 2012, p. 6) avec des engagements financiers atteignant déjà 74,5 % du PIB pour la zone euro et 60,8 % aux Etats-Unis (Banque de France, 2012, p. 7).

Un troisième facteur, ayant accéléré l'endettement public des pays européens, est bien évidemment la politique de relance de l'activité économique pendant la crise (Chevallier, 2012, p. 6). En effet, des montants importants ont été mobilisés par les différents gouvernements européens afin de soutenir l'activité économique qui subissait une chute considérable (Banque de France, 2012, p. 11). Ces interventions aidèrent ainsi à faire grimper la dette publique.

Et finalement, l'élément le plus significatif ayant aggravé les déficits publics a été l'intervention et le soutien apporté au secteur bancaire durant la crise financière (l'Obs, 2011), même si ces mesures étaient nécessaires dès septembre 2008 à cause de la paralysie des marchés interbancaires et obligataires. Les Etats décidèrent d'intervenir selon trois axes principaux (Banque de France, 2012, 13) :

- Octroyer une garantie d'Etat pour aider les banques à trouver des ressources à moyen terme pour se financer.
- Renforcer leurs fonds propres pour assurer la solvabilité.
- Intervenir, si nécessaire, directement dans le capital.

Toutes ces mesures prises durant la crise financière de 2007–2008 aggravèrent le creusement du déficit public de la zone euro dans la mesure où le secteur public prit à sa charge les coûts de la crise financière afin de sauver le secteur bancaire (Duwicquet, n.d., p. 41). Tous ces facteurs, ayant aggravé les dettes publiques, menèrent les pays occidentaux vers la crise de la dette. Malgré tous les indicateurs disponibles et les nombreux signes avant-coureurs, les agences de notation furent incapables d'anticiper non seulement la crise récente de la dette, mais aussi les autres crises de dette dans le courant du 20^{ème} siècle. Norbert Gaillard (2012, pp. 19-23) nous explique dans « Remettre la notation financière à sa juste place » que les agences de notation ont une incapacité à anticiper les crises des dettes et ont tendance à « sur-réagir » une fois que la crise est avérée.

Durant la grande dépression, plus de 50% des Etats ayant emprunté sur le marché New-Yorkais dans les années vingt tombèrent en défaut de paiement durant les années trente. Les quatre principales agences de l'époque ne parvinrent pas à anticiper les défauts souverains, facilement prouvables par le peu de notes dégradées dans les années 1928-1930. En revanche, entre 1931 et 1933, les agences de notations procédèrent à des dégradations

générales, soit plus de deux ans après la crise de 1929 (Gaillard, 2012, p. 19). Ceci constitue un phénomène préoccupant car les agences de notation ont tendance à dégrader les émetteurs de dette au début des périodes de crise. Cette détérioration de notes a des effets procycliques puisqu'elle fragilise encore plus les émetteurs qui doivent alors se financer à des conditions plus défavorables, tendant à contribuer à la déstabilisation du système financier et à l'aggravation des crises.

A l'instar de la crise asiatique, les agences avaient décidé de ne pas procéder à des dégradations de notes au début de la crise thaïlandaise, mais inquiètent du risque de contagion à la Corée du Sud et à l'Indonésie notamment, décidèrent tout de même d'abaisser brutalement les notes de la plupart des pays d'Asie du sud-est en 1997. Un exemple parlant est celui de la Corée du Sud qui voit sa note dégradée par Moody's et S&P respectivement de six et dix crans en l'espace de deux mois. *« Aveuglées par le « miracle asiatique », les agences de notation n'ont pas détecté les risques et ont réagi après coup »* (Trends.be, 2011).

L'illustration de leur incapacité à prévoir les crises s'est également révélée lors de la crise de la dette souveraine européenne. Les différents pays européens avaient toujours eu une bonne notation avant janvier 2009. Certains d'entre eux avaient même accédé à de meilleures notes rien qu'en rejoignant la zone euro¹ (Tichy, 2011, 237). Ainsi, même après la falsification des comptes publics grecs (Le figaro, 2010), Moody's, S&P et Fitch gardèrent toujours confiance quant à la capacité de la Grèce à rembourser sa dette. Les multiples dégradations des notes de la Grèce, de l'Italie, de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne ont été faites après que la crise se soit avérée et ont ainsi compliqué leurs émissions obligataires sur le marché primaire et, par conséquent, ont provoqué la vente massive de leurs obligations sur le marché secondaire. *« La hausse de la dette publique jugée trop importante par les marchés financiers, à été sanctionnée par un financement plus couteux »* (Duwicquet, n.d., p. 41).

Aucune de ces trois agences de notation n'a réussi à anticiper les différentes crises de la dette. En outre, il en a été de même dans le cas du secteur privé où les agences n'ont pas plus prévu les grandes banqueroutes du 21^{ème} siècle. En 2001, quatre jours seulement avant sa

¹ « In the first period all RAs upgraded all four [Greece, Portugal, Spain, Ireland] countries until three of them reached the top rating of 20 (AAA/Aaa): Ireland in 1998, Portugal in 2003 and Spain in 2004; Greece reached 16 (A+/A1) in autumn 2002. The upgrade obviously resulted from the accession to the eurozone – 1999 Ireland, Portugal and Spain, 2001 Greece – which eliminated the exchange-rate risk » (Tichy, 2011, 237).

banqueroute, Enron était placé en catégorie spéculative. Quant à Lehman Brothers, elle était toujours notée « A » au moment de sa faillite en 2008.

Sans plus attendre, rentrons dans le vif du sujet et commençons par étudier ce que l'on a reproché aux agences de la notation lors de la crise de la dette souveraine. Les conflits d'intérêts seront les premiers à être analysés. Ensuite, viendront les critiques liées à la procyclicité des agences, leurs responsabilités civiles, le manque de qualité dans leurs notes et leur lenteur à réagir.

Conflits d'intérêts

Au premier chapitre, nous avons identifié deux types de conflits d'intérêts. D'une part, le premier était lié au mode de rémunération des agences de notation et d'autre part, le second était le fait que ces mêmes agences fournissaient des services de conseils aux institutions financières, tout en les notant par moments. Ces conflits d'intérêts ne sont pas propres à la crise des subprimes, ni à celle de la dette. Comme nous l'avons vu, ils sont inhérents au mode de fonctionnement des agences de notation. Ces conflits d'intérêts ont été fort décriés par les médias et le monde politique, mais voyons s'ils ont eu un quelconque impact sur la crise de la dette souveraine en Europe.

Lorsqu'une compagnie désire de se faire attribuer une notation par les agences, elle doit rémunérer ces dernières pour le service rendu. La rémunération se fait sous forme d'abonnement contracté auprès des agences de notation. C'est ainsi que les agences reçoivent rémunération contre une attribution de notation. Cela correspond donc à une notation sollicitée.

En revanche, le processus d'attribution d'une notation à un Etat est différent. Lorsqu'une agence attribue une note à un quelconque Etat, généralement, elle le fait à titre gratuit. En effet, les grandes puissances économiques refusent de payer pour ce type de service et les agences se voient quand même obligées de les noter car ces pays sont incontournables pour les investisseurs (Collard, 2011, p. 7). Ainsi en Europe, les pays ne payent pas pour le service de la note, elle est attribuée gratuitement. Cependant, des pays de moindre importance peuvent être attirés par les notations car elles leur permettent d'accéder au marché de l'emprunt à moindre coût (à condition que la note soit assez élevée), surtout que les frais du service sont moins élevés dans le cas d'un pays que d'une entreprise.

De plus, Norbert Gaillard (LePoint, 2011) nous dit qu'un seul analyste doit s'occuper d'un portefeuille de dix pays, ce qui est beaucoup selon lui. Par ailleurs, comme nous l'avons également précisé au premier chapitre, les agences de notation se servent de différentes variables pour attribuer une note. Les informations concernant ces variables sont toutes accessibles librement, ce sont des informations publiques. Les agences ne font que les regrouper pour les analyser et ensuite fournir une unique notation, non sollicitée. Bien que cela soit plus lisible et compréhensible pour les investisseurs, il n'y a pas d'échange d'informations privilégiées entre les agences et les Etats, comme cela est le cas pour les entreprises. C'est ce qui a permis à Michel Barnier, commissaire européen au marché intérieur et aux services, de dire à propos des agences de notations : « *Quand elles notent un pays, [les agences] n'ont accès qu'à des données publiques. Elles n'ont pas accès aux informations privilégiées, mais aux mêmes informations que tous les autres acteurs du marché* » (Le Point, 2011). Pas d'échange d'informations, pas de contact, pas de paiement pour une notation, tous les éléments sont présents pour éviter le premier conflit d'intérêt lié au modèle émetteur-payeur². Ce qui nous permet aussi de dire que les agences de notation n'ont pas d'incitants à améliorer la notation d'un Etat.

Le deuxième conflit d'intérêt concerne les services de conseil que les agences proposent. Ces conseils sont généralement offerts aux institutions financières afin de les aider dans la conception des produits structurés. Etant donné que les Etats ne recourent pas à ce type de service, il est évident de dire que la consultance n'a pas eu d'impact sur la crise de la dette souveraine.

Selon nous, la crise de la dette n'a donc pas souffert des conflits d'intérêts que présentent les agences de notation. Nicolas Veron, de l'institut Bruegel, arrive à la même conclusion en affirmant que « *si les conflits d'intérêts étaient réels sur les financements structurés, ils sont bien moindres sur les entreprises et absents sur les États, qui ne contribuent que faiblement aux revenus* » (Trends, 2001).

² « *L'indépendance des agences à l'égard des gouvernements est plus grande puisqu'en règle générale, elles ne sont pas payées pour le service d'octroi de notation qu'elles leur offrent* » (Petitjean, 2012, 11).

Procyclité

Il a été reproché aux agences de notations le fait de « sur-réagir » et de précipiter les difficultés des émetteurs en dégradant leurs notations. Au lieu de prévenir le risque d'insolvabilité, la dégradation vient parfois tardivement et de manière brutale rendant le marché du crédit moins accessible à ceux qui reçoivent une mauvaise notation. Il y a quelques années de cela, Pier Carlo Padoan, secrétaire général adjoint et chef économiste de l'OCDE, critiqua ouvertement les trois grandes agences et leurs tendances procycliques : « *Elles produisent des prophéties qui s'autoréalisent. Ce n'est pas vrai qu'elles transmettent des informations : elles expriment des jugements, entraînant une accélération de tendances déjà à l'œuvre. C'est comme pousser quelqu'un qui est au bord d'un ravin. Elles aggravent la crise* » (Collard, 2011, p. 8). Le propos de Pier Carlo Padoan mérite d'être toutefois nuancé : bien que les agences de notation aient aggravé la crise en dégradant massivement les notations de certains pays européens, il est utile de rappeler que la crise n'est que le déclencheur de problèmes déjà existant auparavant. Comme nous l'avons vu plus haut, la gestion des dettes européennes a été peu rigoureuse et de plus, s'est faite de manière isolée sans qu'aucun mécanisme budgétaire ne soit créé au niveau de la zone euro à l'instar des Etats-Unis d'Amérique (Duwicquet, n.d., p. 41).

Pier Carlo Padoan a parlé de procyclité. Essayons de comprendre ce qui se cache derrière ce terme. Selon le rapport du FMI d'octobre 2010, la procyclité est « *the tendency of asset prices to move in the same direction as changes in macroeconomic outlook and financial sector performance* » (FMI, 2010, p. 127).

Jun Kyuang Auh (2013, pp. 2-3), quant lui, nous dit que la procyclité contribue à une grande réduction de valeur dans le prix des titres durant une récession. Cette perte de valeur est liée aux « feedback effect » causé par un changement de la notation. Une dégradation diminue la solvabilité d'une compagnie ou d'un Etat, et de ce fait, il y a une augmentation du coût de la dette. Ces « feedback channel » peuvent encore causer des futures dégradations et éventuellement déclencher une spirale de dégradations des notes menant au défaut du paiement. Jun Kyuang Auh prouve que les notations sont procycliques sur le marché des obligations des entreprises américaines et nous dit également que les « *rating standards become more generous in an expansion and stricter in a recession* » (Auh, 2013, p. 36).

Bien que son analyse soit uniquement portée sur les marchés obligataires d'entreprises américaines, nous pouvons étendre son observation au marché de la dette souveraine. Il a été

observé que la tendance procyclique des notations avait aggravé la crise de la dette asiatique (Ferri *et al*, 1999, p. 353) et ainsi que la crise financière en la menant vers la crise de la dette. C'est ce qui s'est exactement passé, entre autres, avec la situation de la Grèce. En avril 2010, Moody's annonce qu'elle change de perspective en « review for downgrade » et en juin de la même année, la même agence dégrade fortement la note de la Grèce. Le pays se retrouve avec une prime de risque énorme au point de ne plus pouvoir emprunter sur le marché obligataire, d'où l'intervention de l'UE et du FMI afin de servir de prêteur de dernier recours.

Jérémy Uhr résume bien ce phénomène. *« L'impression qui en découle est que l'annonce de la dégradation d'une notation agirait comme une prophétie auto-réalisatrice : impression que c'est la dégradation d'une note qui provoquerait la hausse du taux d'intérêt, provoquant chez l'émetteur une plus grande difficulté de remboursement, se traduisant quelques temps plus tard par une nouvelle dégradation, etc. »* (Uhr, 2012, pp. 13-14). La procyclité des notations des Etats européens constitue une première grande critique adressée aux agences de notation.

Qualité des notations

La deuxième critique porte sur la qualité des notations. Certaines instances européennes, comme le Parlement européen, ont porté un jugement sur les notations en affirmant qu'elles étaient erronées « sur le secteur public, les entreprises et les instruments structurés » (PE, 2010, p. 3) dans le cas de la crise des subprimes et injustifiées lors de la crise de la dette. Il en va de même pour le gouvernement américain qui a poursuivi l'agence Standard & Poor's pour avoir trompé les investisseurs, en affirmant que les notations étaient indépendantes et exemptes de conflits d'intérêts, en lui réclamant 5 milliards de dollars pour dommages et intérêts (Reuters, 2013). Les Etats-Unis reprochent à l'agence d'avoir accordé des notations élevées et sous-estimées le risque lié aux produits structurés, dans le but d'accroître leur business avec les banques d'investissement (Reuters, 2013). En janvier 2015, Standard & Poor's et le gouvernement américain ont trouvé un terrain d'entente sur ce dossier. L'agence devra verser la somme d'un milliard de dollars afin d'éviter le procès. La plainte concerne uniquement l'agence Standard & Poor's et non les agences concurrentes. Nous n'en connaissons toujours pas la raison à ce jour. Rappelons juste que la note des Etats-Unis a été abaissée par S&P en 2011 à « AA+ », alors que les deux autres grandes agences avaient maintenu le « triple A ».

Un autre exemple est celui de la France qui a vu sa note se dégrader en peu de temps. Les réactions n'ont pas manqué quant au caractère injustifié de la détérioration. En effet, en moins de deux ans, S&P a dégradé la notation de la dette de la France en lui retirant son « Triple A » en janvier 2012 et son « AA+ » en 2013. L'économiste français Frédéric Bonnevey, spécialiste des agences de notation, affirme que la dégradation lui « *semble totalement injustifiée* » (Libération, 2012). « *Le ministre de l'Economie et des Finances, Pierre Moscovici, déplore les jugements critiques et inexacts portés par l'agence de notation Standard and Poor's* » (L'Express, 2013).

François Lantin (2008, p. 17) nous rappelle que les agences de notation utilisent « *une approche dites « Through the cycle » qui néglige les variations cycliques de la qualité de crédit* ». L'effet de volatilité n'est pas pris en considération dans ce modèle. Cette approche peut provoquer en temps de crise des effets procycliques et les agences peuvent souffrir d'une incapacité de prédire les futurs défauts (Kliff *et al*, 2013, p. 24).

Comme les agences aiment à nous le rappeler à tout bout de champ, les notations émises ne sont que des opinions : « *Credit ratings are opinions about credit risk published by a rating agency. They express opinions about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation, state or city government, to meet its financial obligations in accordance with the terms of those obligations* ». Et tout investisseur ne doit pas voir aveuglément en eux la preuve de la qualité de crédit de l'émetteur : « *Ratings should not be viewed as assurances of credit quality or exact measures of the likelihood of default* » (Standard & Poor's, n.d). Ceci étant dit, les notations sont suivies par un grand nombre d'investisseur, dans le but de réduire l'asymétrie de l'information et pour leur rôle de certification (PE, 2010, p. 3). De plus, elles influencent les marchés financiers et ont sans doute contribué à l'avènement de la crise de la dette. Il convient donc de réduire l'influence des notations sur les marchés et de s'assurer de la qualité des notes émises.

Absence de responsabilité civile

Une autre importante critique est celle qui concerne l'absence de responsabilité civile des actes des agences de notation. En effet, elles étaient protégées par le premier amendement

de la Constitution américaine³ et il était donc unimaginable de les emmener devant la justice. Cette protection du premier amendement a peut-être laissé de la place à une forme de laxisme dans la mesure où elles pensaient à tort se sentir intouchables. Cependant, la donne a changé. Les Etats-Unis et l'Europe ont corrigé cette faille dans la réglementation en permettant aux investisseurs d'intenter des actions en justice contre les agences de notation « *en les soumettant à des dispositions plus strictes en matière de responsabilité civile* » (Collard, 2011, p. 11). Comme nous l'avons vu plus haut, le gouvernement américain a déjà intenté une action contre Standard & Poor's.

Réaction trop lente

Enfin, une dernière critique, souvent formulée à l'encontre des agences de notation, est leur trop lente réaction à dégrader les notes des Etats durant la crise de la dette. Déjà en 1990, les agences avaient été accusées, non seulement d'être procyclique, mais également d'être trop lentes dans la modification des ratings (FMI, 2010, p. 105). Et quand dégradation il y avait, elle se faisait plus brutalement que ce que les données économiques pouvaient justifier (Ferri *et al*, 1999, p. 335). « *De l'avis général, les agences de notation ont échoué, d'une part, à refléter suffisamment tôt la dégradation des conditions de marché dans leurs notations de crédit et, d'autre part, à adapter à temps leurs notations de crédit alors que la crise sur le marché s'était aggravée* » (AMF, 2009, p. 5).

Lantin et Löffler pensent que la nature humaine joue un rôle dans la lenteur du processus de traitement de la nouvelle information.

Il est tout de même étonnant de constater que les agences de notation qui sont supposées être les premières alertées sur la qualité de crédit des Etats, sont celles qui réagissent avec un temps de retard. Le risque encouru est que les notations ne reflètent plus, pendant la crise, la capacité d'un Etat à pouvoir rembourser sa dette. Et par conséquent, la modification des notes cause un grand désordre sur les marchés financiers.

A ce stade, nous devons nous poser la question sur l'ampleur des changements de notation. Les agences de rating ont-elles dégradé les notes des pays européens en respectant l'échelle de notation, et donc dégradé cran par cran, ou bien ont-elles décidé de détériorer la

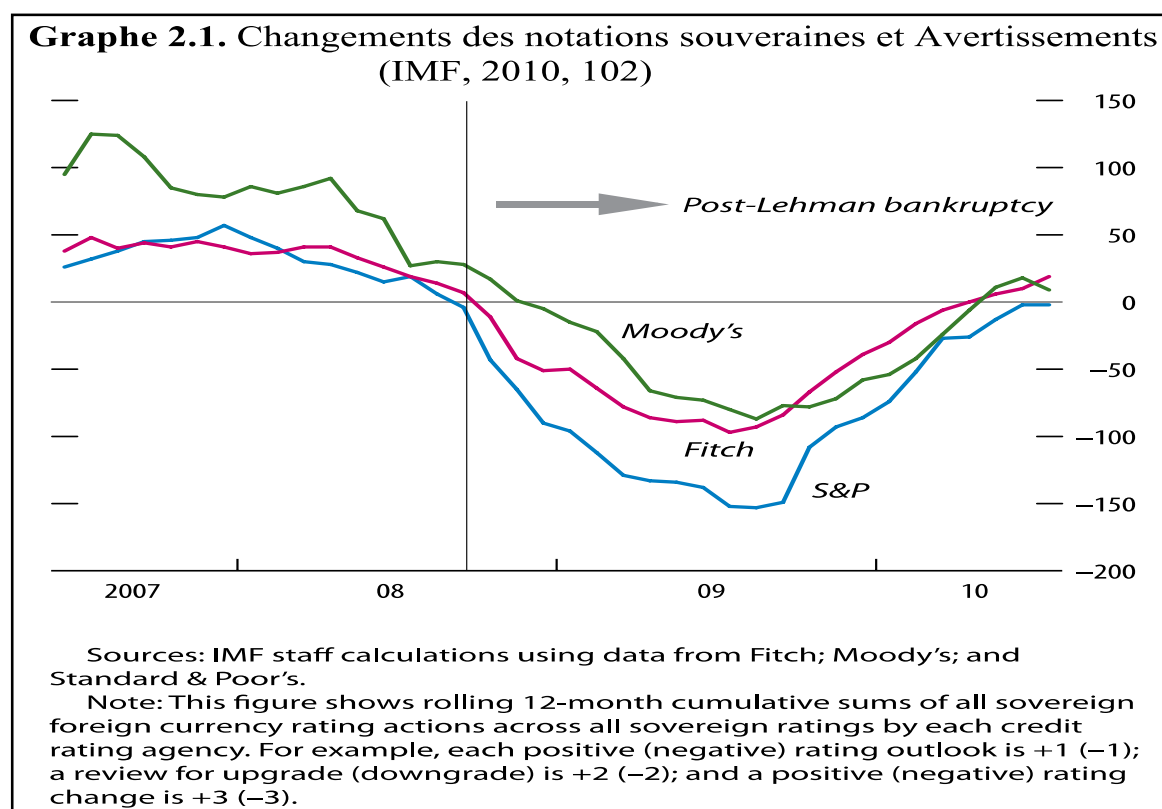
³ Premier amendement des Etats-Unis d'Amérique : « *Le Congrès ne pourra faire aucune loi concernant l'établissement d'une religion ou interdisant son libre exercice, restreignant la liberté de parole ou de la presse, ou touchant au droit des citoyens de s'assembler paisiblement et d'adresser des pétitions au gouvernement pour le redressement de leurs griefs* ». Les notations étant considérées comme des opinions, les agences bénéficient donc de la protection de cet amendement.

note de plusieurs paliers car elles trouvaient que cela était plus représentatif de la réalité du crédit des Etats européens ? Dans la section suivante, nous allons nous concentrer sur un pays européen, en l'occurrence la Grèce, et essayer de comprendre le rôle joué par les agences de notation lors de la crise de la dette qui a débuté en 2009 et qui continue d'avoir des répercussions jusqu'à ce jour.

Dégradation massive de la Grèce

Comme nous avons pu l'observer depuis le déclenchement de la crise de la dette, de nombreux pays européens ont vu leur note être dégradée par les agences de notation. Certains d'entre eux connurent plusieurs changements dans leur notation et ce en très peu de temps. Analysons plus amplement le cas de la Grèce en matière de dégradation des notes.

Aujourd'hui, en 2015, ce pays apparaît comme le pays européen ayant problèmes financiers les plus sérieux. Les dégradations successives des notations de la Grèce par les différentes agences de notation ont soulevé des craintes quant à sa solvabilité. Selon le rapport de l'IMF (2010, p.102), l'environnement général des notations des pays souverains a commencé significativement à se détériorer au printemps 2008 et plus précisément avec une forte tendance à la baisse en septembre 2008, comme on peut le constater dans le graphe 2.1. Alors que les pays de l'Amérique Latine et certains du Moyen-Orient ont continué à enregistrer des notations positives avant et après le krach de Lehman Brothers, les pays européens ont été frappés de plein fouet par la crise.



Les agences de notation ont ignoré les signes avant-coureurs de la crise grecque (Le figaro, 2011). En effet, à la veille de la crise financière en janvier 2007, l'agence Moody's, ainsi que les autres agences, confirmaient la notation attribuée cinq ans auparavant à la Grèce, c'est-à-dire un rating d' « investment grade » sur l'échelle de notation. En 2009, la situation change et les choses s'accroissent pour la Grèce. En janvier de la même année, S&P change de perspective pour la note de la Grèce et la fait passer de « stable » à « négative ». Un peu moins d'une semaine plus tard, S&P dégrade la note de la Grèce et lui attribue « A- ». En février, c'est au tour de Moody's de changer de perspective d'évolution en passant de « positive » à « stable ». Fitch vient compléter en mai le cycle des changements de perspectives d'évolution en le passant à « négative ». En décembre 2009, une succession de dégradation se déclenche et à quelques jours d'intervalle, la note de la Grèce se fait dégrader par les trois grandes agences.

En moins d'un an, la note de « A- » attribuée par Fitch et S&P se transforme en « BBB+ » avec tendance négative. On passe donc de la catégorie A à la catégorie B. Moody's est un peu plus optimiste, elle détériore la note de la Grèce de « A1 » à « A2 » et la place en perspective négative comme ses deux principaux concurrents. Mais la chute de la Grèce est loin d'être terminée. En effet en avril 2010, alors que Moody's dégrade encore la notation grecque d'un cran en la faisant passer à A3, S&P et Fitch dégradent respectivement la notation de trois crans à « BB+ » et de deux crans à « BBB- ». Moody's attend le mois de juin pour la dégrader à son tour de quatre crans, la note de la Grèce passe donc de « A3 » à « Ba1 » (IMF, 2010, p. 107). Ce passage de la note grecque d' « investment grade » à « non-investment grade » est un tournant dans la crise de la dette. Les agences, par cette dégradation significative, vont faire passer un message aux investisseurs et leur dire que la dette grecque est maintenant spéculative et que les inquiétudes quant à la solvabilité de ce pays sont importantes et donc non négligeables ! En d'autres termes, il n'a pas fallu deux ans aux agences de notation pour dégrader significativement la note de la Grèce, la faisant passer d'un investissement sûr à un investissement spéculatif. Ainsi commence la débâcle de la Grèce.

La table 2.1 montre la chronologie des changements de perspective et les dégradations de la note de la Grèce par les trois agences de notation entre janvier 2009 et juin 2010.

Table 2.1. Dégradation de la notation grecque à partir de décembre 2009 (IMF, 2010, 107)

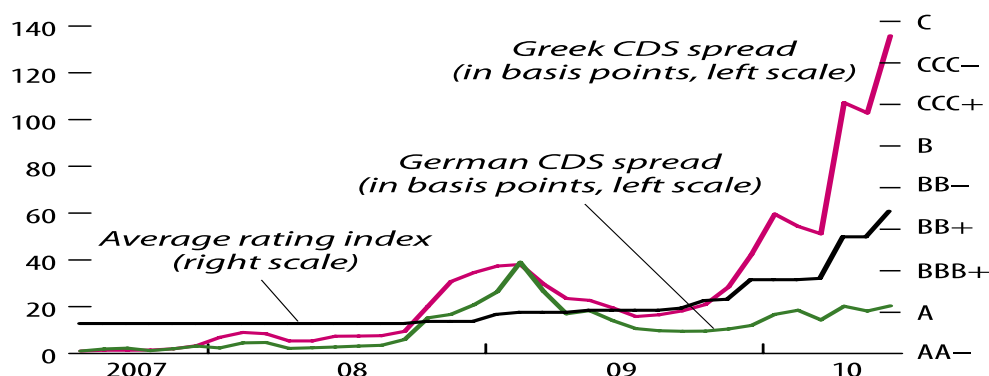
Date	Agency	Action
January 9, 2009	S&P	Outlook changed from stable to watch negative
January 14, 2009	S&P	Downgraded one notch to A-; outlook stable
February 25, 2009	Moody's	Outlook changed from positive to stable
May 12, 2009	Fitch	Outlook changed from stable to negative
October 22, 2009	Fitch	Downgraded one notch to A-; outlook remains negative
October 29, 2009	Moody's	Outlook changed from stable to review for downgrade
December 7, 2009	S&P	Outlook changed to watch negative
December 8, 2009	Fitch	Downgraded one notch to BBB+; outlook remains negative
December 16, 2009	S&P	Downgraded one notch to BBB+; remains on watch negative
December 22, 2009	Moody's	Downgraded one notch to A2; outlook negative
March 16, 2010	S&P	Outlook changed from watch negative to negative outlook
April 9, 2010	Fitch	Downgraded two notches to BBB-; outlook remains negative
April 22, 2010	Moody's	Downgraded one notch to A3; on review for downgrade
April 27, 2010	S&P	Downgraded three notches to BB+; outlook remains negative
June 14, 2010	Moody's	Downgraded four notches to Ba1; outlook stable

Source : Standard & Poor's, Moody's et Fitch

Faisons une petite parenthèse pour parler brièvement du Credit Default Swap (CDS)⁴ grec avant de poursuivre notre analyse dans la dégradation de ce pays. La chronologie des actions par les agences de notation sur la période janvier 2009 à juin 2010 s'est accompagnée au même moment d'un changement dans les spreads des « Credit Default Swap » grecs (IMF, 2010, p. 106). Ces derniers ont commencé à diverger de ceux du marché en général avec une tendance à la hausse en été 2009, comme nous pouvons l'observer sur le graphe 2.2. L'équipe du Fond Monétaire International a utilisé une transformation linéaire en remplaçant les ratings en un nombre compris en 21 et 1, afin d'examiner si l'effet des notations explique les Spreads des CDS grec. (Ensuite le niveau du rating a été ajusté par -0,3 pour une « outlook » ou « watch » négative et inversement, par +0,3 quand elles sont positives.) Les résultats de leur travail montrent qu'il y a un lien fort entre le changement de notation et l'augmentation des CDS. En prenant uniquement les ratings comme variables explicative, il apparaît que le modèle explique septante pourcent de l'augmentation des spreads (IMF, 2010, p. 107).

⁴ Dans le cas de la Grèce, les CDS peuvent être vu comme une assurance contre le risque que ce pays ne sera pas capable de rembourser l'argent emprunter via des obligations à échéance.

Graph 2.2. Augmentation du Credit Default Swap (CDS) grec (IMF, 2010, 106)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

Note: The average rating shown on the right-hand side reflects the average of three rating agency (Fitch, Moody's, and S&P) levels (shown are Fitch and S&P symbols; see Table 3.1 for corresponding Moody's symbols). In addition, in order to capture more fully the information content of the outlook, the rating level is also adjusted by -0.3 (+0.3) for a negative (positive) outlook or negative (positive) watch.

Depuis fin juin 2010 jusqu'à la fin de l'année 2014, les trois agences de rating ont, chacune leur tour, dégradé la note de la Grèce jusqu'à mener la notation dans la catégorie C, caractérisée par un risque élevé, ou encore d'obligation ultra spéculative et en défaut, avec quelques espoirs de recouvrement (Petitjean, 2012, p. 2). Les agences de notation ont joué au « yo-yo » avec la note de la Grèce. En effet, malgré une note très basse sur l'échelle des ratings, la Grèce a retrouvé des couleurs en passant dans la catégorie B fin de l'année 2014 et en début d'année 2015 (voir Table 2.2 ci-dessous) pour finalement retomber à une notation de CCC par Fitch, CCC+ par Standard & Poor's et Caa2 par Moody's. A titre illustratif, l'ampleur de la dégradation de la note grecque est évaluée à 16 crans sur l'échelle de la notation pour Fitch et S&P et à 17 pour Moody's.

Table 2.2: Notation de la Grèce début 2015

Date	Agence	Action
06 février 2015	S&P	Dégradation de B à B-
28 mars 2015	Fitch	Dégradation de B à CCC
15 avril 2015	S&P	Dégradation de B- à CCC+
29 avril 2015	Moody's	Dégradation de Caa1 à Caa2

Le raisonnement que nous avons tenu pour la Grèce est identique pour les autres pays en difficulté financière dans la zone Euro. S&P, Fitch et Moody's ont, durant la crise de la

dette, dégradé, parfois de manière aussi brutale, la notation du Portugal, de l'Irlande, de l'Espagne et de l'Italie.

En résumé, les agences de notation ont parfois dégradé la notation de certains pays en difficulté de plusieurs crans en une seule fois. Elles ont aussi revu à la baisse certaines d'entre-elles pourtant émises deux mois auparavant. Nous pouvons légitimement nous poser la question de savoir si toutes ces dégradations étaient justifiées ? Comme nous l'avons vu au premier chapitre, les agences de notation se basent sur des informations publiques et analysent certaines variables telles que les données économiques, politiques, budgétaires, etc. avant l'attribution d'une note. Nous pouvons nous demander si une dégradation, intervenant deux mois après la précédente, reflète réellement l'évolution de la situation de crédit d'un Etat. La réponse n'est pas encore tranchée pour différentes raisons. Il est vrai que certaines de ces données ne peuvent varier significativement pour venir justifier une dégradation de la note d'un Etat souverain. Nous pensons notamment au PIB par habitant : il faut probablement plusieurs mois afin d'observer un changement significatif. Par contre, d'autres facteurs pris en compte dans le processus de notation tels que le taux de change et le taux d'intérêt peuvent varier plus vite et se répercuter sur l'économie d'un pays. Même si le processus d'attribution est opaque (hormis les données publiques), ces variables peuvent-elles à ce point changé en l'intervalle de deux mois pour justifier une dégradation à plusieurs crans ? Nous n'avons pas de réponse précise à cette question, étant donné qu'une partie des données peut varier rapidement tandis que l'autre partie se modifie plus lentement. Il se pourrait que ces toutes ces dégradations soient économiquement justifiées du point de vue des agences de notation, mais nous n'en avons toujours pas la preuve à ce jour.

Un autre phénomène est remarquable dans la dégradation des notes des pays souverains. En effet, il ne s'écoule pas beaucoup de temps entre le moment où la première agence dégrade une note et le moment de réaction des deux autres agences. Certains auteurs comme Alsakka et Gwilym prétendent dans leur étude que Moody's prend le rôle de leader dans les augmentations de notes et que les autres agences suivent généralement cette opinion. Du point de vue de la détérioration de la note, ces auteurs affirment que Moody's tend à suivre les dégradations des agences japonaises, « Japan Credit Rating Agency » et « Japan Rating and Investment Information ». S&P semble être l'agence de notation la plus indépendante. Une autre étude des mêmes auteurs concernant les perspectives de changement de notation (Watchlist et Outlook) prouve que les agences Standard & Poor's et Fitch ont

tendance à suivre Moody's lorsqu'il s'agit d'une perspective positive. En revanche, il n'y a pas vraiment de leader dans le cas d'une perspective négative mais plutôt une forte interdépendance entre les trois grandes agences. Cela signifie que si l'une d'entre elles annonce une prévision négative, les deux autres agences suivront rapidement cette annonce (Alsakka, Gwilym, 2010, p. 24).

Pedro Gomes (2011, p. 19) prouve dans son travail « Do Credit Rating Agencies Piggyback ? Evidence from Sovereign Debt Crisis » que les agences de notation ont donné un certain poids à la compétition durant la crise de la dette. Ceci dans l'objectif de donner plus de précision à leur propre rating. L'auteur nous dit que le phénomène de « piggybacking »⁵ peut impliquer une erreur dans le rating car il peut contaminer la notation des autres agences. Et si une agence « free ride », cela peut créer un effet pervers et mener à moins de contrôles des autres agences de notation. Il précise également qu'une agence, qui perçoit une détérioration de la solvabilité, est réticente à réagir si ses concurrents ne le font pas. Cela peut mener à une certaine inertie dans la notation.

Une fois qu'une dégradation est faite par l'une des grandes agences, les autres suivent généralement peu de temps après. Ceci peut être prouvé par la chronologie des dégradations de la Grèce. Ce qui est plutôt incertain, c'est qu'on ne sait pas très bien si les agences basent leurs nouvelles dégradations sur des données réelles ou bien se contentent de suivre les autres en ayant recours à l'effet du « piggybacking ».

Réaction des marchés suite à la détérioration du crédit des Etats souverains

Les agences de notation étaient peu connues du grand public avant la crise des subprimes et inversement très connues des investisseurs et des institutions financières. Elles ont fait la pluie et le beau temps sur les marchés financiers depuis l'été 2007. Il n'en est pas moins vrai que les agences ont subi une perte au niveau de leur réputation. Comme nous l'avons vu, les critiques ont fusé de toute part durant la crise financière pour leur implication dans la crise des produits structurés et les critiques n'ont pas été moins vives durant la crise de

⁵ Définition : Piggybacking est une « technique de distribution qui consiste à recourir au circuit ou au réseau d'une entreprise plus importante, et/ou déjà implantée dans la zone de commercialisation visée. Elle permet généralement une économie sur les coûts de distribution, mais offre surtout la possibilité d'utiliser rapidement un système ayant déjà fait ses preuves » (e-marketing, n.d.).

la dette par leur lenteur de réaction et l'ampleur des dégradations qui n'étaient pas forcément justifiées du point de vue des pays émetteurs. Malgré ces nombreuses critiques et une perte relative de leur réputation, les marchés et les investisseurs continuent à observer de près les notations émises par les trois grandes agences pour leur qualité informative. Dans cette section, nous allons nous intéresser à la réaction des marchés face à une dégradation d'une note.

Les notations jouent un rôle essentiel dans la finance de marché. Les investisseurs les utilisent pour évaluer le risque des instruments financiers. L'évaluation de ces instruments requiert des connaissances spécifiques et peut prendre du temps pour que l'investisseur fasse sa propre évaluation. Les notes émises ont une influence sur les taux d'intérêt. De manière générale, une dégradation dans la notation d'un pays provoque la hausse des taux d'intérêt auxquels celui-ci emprunte. Et cette dégradation se caractérise par une liquidation des positions dans le cas d'un passage de l'« investment grade » au « non-investment grade » sur l'échelle de notation. Cela peut provoquer de la volatilité et un effet de masse (vente des actifs) avec des effets potentiellement négatifs sur la stabilité (de Haan, Amtenbrink, 2011, p. 6). Etant donné que les agences donnent une mauvaise note à la solvabilité d'un Etat, les investisseurs, pour compenser le risque encouru, demandent une prime de risque plus importante. L'Etat en question doit donc payer plus cher pour un même emprunt avant et après dégradation.

Les indices boursiers concernés voient également rouge lorsqu'une dégradation est annoncée. Et certains autres indices boursiers, non liés à vue d'œil, peuvent chuter. L'exemple est celui CAC 40 qui chuta quand la dégradation de la note de la Grèce fut annoncée en avril 2015 (l'Express, 2015), dans la mesure où les grandes banques françaises sont exposées à la dette grecque et par peur de contagion. De plus, la dégradation de la note de l'Etat entraîne une dégradation des notes des grandes entreprises émettrices d'obligation. Les agences ne donnent pas un meilleur rating aux entreprises que l'Etat où elles résident. En juin 2011, après que les trois grandes agences ont abaissé la note de la Grèce à « CCC » ou « Caa1 », cinq grandes banques grecques ont vu leurs notes passer à « CCC » (La Libre, 2011). Un autre effet de la dégradation d'un Etat est sa répercussion sur le taux de change d'un pays. Par exemple, le dollar avait plongé après la dégradation de la dette américaine par Standard & Poor's (YahooNews, 2011).

Sept économistes de différentes banques centrales européennes ont publié en 2004 une revue de littérature intitulée « L'incidence des notations sur les dynamiques de marchés ». Ils expliquent que « *la réaction des cours aux changements des notes [...] est asymétrique, ce qui signifie que le marché réagit plus fortement aux abaissements des notes qu'aux relèvements* ». En somme, la dégradation de la notation d'une entité publique entraîne une détérioration de ses conditions d'emprunts sur les marchés financiers. De plus, l'effet négatif lié à une dégradation de la note est plus important que l'effet positif entraîné par une hausse de la note.

Il est tout de même intéressant de relever que la dégradation de la note grecque de quatre crans à « Ba1 » (bond spéculatif) par Moody's n'a pas eu autant d'effet que nous pourrions nous l'imaginer. En tout cas, leur réaction n'a pas été aussi dure à l'encontre de la note grecque. L'explication réside dans le fait que cette agence avait mis en garde contre la note grecque deux mois auparavant. Les marchés avaient en effet déjà anticipé le fait que la note grecque allait passer dans la catégorie « junk bonds ». Ce qui a permis à Sebastien Galy, stratège en devise à New-York pour BNP Paribas, section dette gouvernementale grecque, de dire que « *the agencies are only catching up to the reality markets were trading on weeks ago.* » (The Wall Street Journal, 2010). La réaction des marchés financiers était attendue; les investisseurs avaient déjà intégré l'information que la note de la Grèce ne valait plus un « A3 ». C'est pourquoi cette dégradation significative n'a pas eu ou très peu eu d'impact sur les taux d'intérêts. Cette dégradation tardive est encore l'illustration de l'une des critiques envers les agences de notation. Moody's se justifiant de ce retard par le fait qu'il n'y avait pas assez d'information à traiter et avait préféré jouer la prudence avant d'annoncer quoi que ce soit (The Wall Street Journal, 2010). Une autre détérioration à laquelle les marchés ont très peu réagi est la perte du « triple A » de la France, considérée par les marchés comme un « non-événement » (L'Express, 2012). La bourse de Paris est restée bien orientée durant la séance et les taux d'intérêt ont très faiblement augmenté. Le même raisonnement peut être tenu pour la perte du « triple A » de la dette du Royaume-Uni (L'Express, 2013).

Christophe Blot, Directeur adjoint au Département analyse et prévision de l'OFCE, nous explique que « *l'évolution des taux d'intérêt à la baisse après des dégradations par les agences de notation démontre que les marchés financiers se font leur propre évaluation, n'attendent pas les rapports des agences, et que quand un pays a une dette qui est globalement risquée, ils peuvent décider d'augmenter les taux d'intérêt avant même décision des agences* » (TV5monde, 2012).

En résumé, nous pouvons donc observer le phénomène suivant : une dégradation a très peu d'impact sur les marchés financiers car l'information est déjà prise en compte. En revanche, une annonce de la détérioration est plus problématique car elle entraîne de lourdes conséquences.

Conclusion

Après leur implication dans la crise des subprimes et celle de la dette, les trois plus importantes agences de notation ont plutôt une mauvaise image. Leurs notations sont considérées comme irresponsables et la principale cause de la crise financière que vit la Grèce, et dans une moindre mesure des problèmes financiers de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne. En dégradant les notations de ces pays, les agences ont amplifié des problèmes déjà existants, en faisant monter les taux de marché, en leur interdisant l'accès aux marchés financiers et en minant les opérations de sauvetage de l'Union Européenne et du Fond Monétaire International (Tichy, 2011, p. 232). Elles ont sous-estimé et ont amoindri le succès des mesures déjà mises en place.

En juin 2010, l'agence Moody's a fortement dégradé la note de la Grèce, l'abaissant de quatre rangs alors que des équipes du FMI et de l'UE étaient dépêchés sur place pour étudier les efforts fournis par les autorités grecques afin de sortir le pays de la crise financière. Ce fut une des grandes critiques à l'égard des agences de notation, à savoir une dégradation à plusieurs paliers et une réaction trop lente. Cette dégradation fut plutôt significative car sa note passa de la catégorie d' « investment grade » à celle de spéculative. L'analyste en chef de Moody's, Sarah Carlson, pour justifier la position de son agence, affirma qu'il y avait des incertitudes considérables autour du timing et de l'impact des mesures prises par les autorités grecques sur l'économie du pays (Moody's, 2010). Le ministre des Finances grec de l'époque ne manqua pas de réagir à cette nouvelle en précisant que « *cette dégradation ne reflète ni le progrès enregistré ces derniers mois ni les perspectives ouvertes par l'assainissement budgétaire et l'amélioration de la compétitivité du pays* » (L'Obs, 2010).

Et enfin, Brüderle R., membre du parlement allemand, a déploré le fait que les agences de notation, pleinement confiantes dans leur rating, pouvaient envoyer des pays entiers dans les abysses (Tichy, 2011, p. 233).

Chapitre 3 : Réglementation des agences de notation de crédit

Introduction

Les agences de notation ont très tôt commencé à offrir leurs services/leurs opinions aux investisseurs sur le risque crédit des emprunteurs et ce comme des petites entreprises privées. Au fur et à mesure de la croissance du marché des obligations, les agences de notations ont commencé à croître et à devenir systématiquement une partie importante et non négligeable du système financier moderne. Depuis, ce mouvement n'a été qu'en grandissant. En effet, les différentes réglementations américaines et européennes ont donné encore plus de poids à ces agences de rating en leur accordant une reconnaissance quasi-officielle et en obligeant les institutions financières à prendre en compte leur notation; surtout avec l'introduction de l'idée de NRSRO dans le cas américain et dans les accords de Bâle II en ce qui concerne l'Europe.

La dépendance sur les ratings crée un « Cliff effect » qui survient quand les agences dégradent largement les instruments financiers. Cette vente massive de titres peut déclencher une forte réduction de valeur dans le chef des titres dégradés. En d'autres termes cette dégradation peut mener à une vente en série de ces instruments par les fonds de pension qui font face à des restrictions dans leurs investissements, par les banques et par les institutions les utilisant comme collatérales.

Cette dépendance n'est pas l'unique problème sur le marché de la notation. Nous avons également vu dans le premier chapitre que ce marché est de type oligopolistique. Il est, en effet, contrôlé à 95% par trois grandes agences de notation et caractérisé par un manque de transparence dans le processus de notation, un manque de concurrence et des conflits d'intérêts inhérents au mode de rétribution. Il existe donc un nombre dangereux d'aspects à cette dépendance institutionnelle du marché à l'égard des agences de notation. Accorder trop de confiance aux agences de notation peut considérablement réduire la qualité de l'évaluation du système financier. C'est précisément ce qui s'est passé durant la dernière décennie. Le marché des notations est donc loin d'être idéal.

Dans ce troisième et dernier chapitre, nous allons dans premier temps nous intéresser aux réponses apportées par la littérature scientifique aux conflits d'intérêts et au manque de

concurrence (étudiés dans le premier chapitre). Nous continuerons ensuite sur la réglementation américaine et européenne.

Conflits d'intérêts

Le principal conflit d'intérêt, comme vu précédemment, est celui lié au mode de rémunération des agences de notation. Pour garder leurs clients ou obtenir de plus grandes parts de marché, les agences de notation ont été laxistes dans l'évaluation du risque des émetteurs. Ceci a eu de lourdes conséquences dans la crise financière et la récente crise de la dette souveraine. Quelles sont les solutions préconisées par la littérature pour éliminer ce conflit d'intérêt ?

Premièrement, Andrew Cuomo, gouverneur de New York, et les « Big Three » ont conclu un accord en 2008 afin de revoir, essentiellement, le mode de rémunération des agences de notation. Dans ce plan, il avait été proposé que les émetteurs soient dans l'obligation de payer l'agence de notation à l'avance, *« c'est-à-dire avant que le rapport de notation ne soit communiqué et ne donne une indication de la notation. Dans un tel cas de figure, l'agence n'aura plus d'incitant particulier à surévaluer la notation puisque le paiement n'est plus contingent »* (Petitjean, 2012, p. 13). Bolton *et al* dans leur travail « The Credit Rating Game » nous disent que ce paiement à l'avance résoudra le conflit d'intérêt lié à l'émetteur-payeur. Cependant, rien n'empêchera les émetteurs à faire du « shopping rating », c'est-à-dire se tourner vers une autre agence, s'ils estiment que la notation n'est pas suffisamment élevée (Bolton *et al*, 2012, p. 105). Dès lors, ils suggèrent de revisiter le plan Cuomo, en faisant disparaître ce « shopping rating » par l'obligation imposée aux émetteurs à divulguer tous leurs ratings. Il faut entendre par là qu'il faudra divulguer toutes les requêtes de notation ayant fait l'objet d'un paiement au préalable par l'émetteur. Ce plan n'empêche pas que l'émetteur conclut un accord secret avec une autre agence dans le but d'avoir un rating de meilleur qualité (Petitjean, 2012, p. 13).

Deuxièmement, un retour à l'ancien mode de rémunération, l'investisseur-payeur, est considéré comme impossible car les moyens de communication sont beaucoup trop développés pour empêcher la transmission de l'information entre investisseurs. Cependant Adamek et Miremad (2012, p.25) nous disent que pour résoudre le conflit d'intérêt lié au modèle de l'émetteur-payeur, certaines petites agences de notation (par exemple Egan Jones Rating et Financial Health Rating) suivent l'ancienne approche qui consiste à faire payer les

investisseurs sous forme d'abonnement. Les abonnés bénéficient d'un accès exclusif et immédiat aux nouvelles informations. La publication au public de ces dernières est différée dans le temps afin que les abonnés puissent en bénéficier les premiers (Petitjean, 2012, p. 13). Dans un tel cas de figure, ils prétendent que cette approche a des effets positifs sur la qualité de l'information et précisent également que ce modèle n'est viable que si les agences sont des agences de niche et, uniquement, si elles arrivent à limiter la diffusion des notations à leurs seuls abonnés (en tout cas dans un premier temps). Un retour en arrière vers le modèle de l'investisseur-payeur est difficile à maîtriser et à implémenter par les grandes agences de notation (Adamek, Miremad, 2012, p. 25). Elles se battent pour pouvoir conserver le modèle actuel qui est générateur de hauts profits.

Troisièmement, Mathis J. *et al* (2009, p. 669) pensent que différentes réformes peuvent être envisagées par les régulateurs, mais la supervision des agences de notation reste tout de même difficile et contreproductive. Ils sont d'accord sur le fait qu'il y a un besoin urgent de changement dans le business modèle de ces agences. Dès lors, ils proposent de créer un nouveau business modèle qu'ils appellent « Platform-pays model » qui serait d'application pour tous les instruments financiers publiquement échangés.

L'idée de cette plateforme centrale est de permettre de rompre les liens directs entre les émetteurs et les agences de notation. Un émetteur désirant une notation de la part des NRSRO devra s'adresser à cette plateforme et cette dernière jouerait le rôle d'une « clearing house »⁶. Elle serait complètement en charge du contrôle du processus de rating. L'émetteur devra payer à l'avance le prix de la notation à la plateforme qui sera en charge de confier la prestation de ce service à l'une ou l'autre agence (ou à plusieurs d'entre elles). Le paiement, effectué par la plateforme en faveur de l'agence retenue, sera indépendant du résultat de la notation émise. De cette manière, les contacts commerciaux, entre les agences et les émetteurs, seront donc totalement rompus. Ceci devrait éliminer les incitants de la surévaluation des titres et le laxisme inhérent au mode de rémunération actuel. Mais, il ne pourra pas empêcher les émetteurs d'approcher les agences afin de se voir attribuer un meilleur rating (moyennant argent, corruption, etc.) (Mathis *et al*, 2009, p. 669).

⁶ A common entity (or a common processing mechanism) through which participants agree to exchange transfer instructions for funds, securities or other instruments. In some cases, a clearing house may act as a central counterparty for those participants, thereby taking on significant financial risks.

Et Enfin, Richardson et White ont également pensé à un mécanisme similaire à celui de Mathis *et al* dans leur publication de 2009 « Is Regulation The Answer ». Ces auteurs ne parlent pas de la manière dont la plateforme centrale devrait être rémunérée et comment elle devrait être mise sur pied : financement avec des fonds publics, des fonds privés ? Sera-t-elle une entreprise à but lucratif ou plutôt une entreprise à but non lucratif ? Ce sont toutes les questions auxquelles nous n'avons toujours pas de réponse.

Concurrence

La nature du marché de la notation est atypique. Non seulement les trois grandes agences de notation dominent le secteur de la notation à plus ou moins 95 % des parts de marché, mais de plus, l'une raison de cette hégémonie est due au rôle incontestable des régulateurs. Un débat existe afin de savoir de quelle manière le régulateur doit introduire de la concurrence sur ce marché. Une concurrence parfaite pourrait être bénéfique pour les investisseurs. Cependant dans l'Etat actuel des choses, il est inimaginable de voir émerger une telle concurrence sur ce marché. Par ailleurs, les montants à investir pour créer une nouvelle agence de notation sont également exorbitants, couplé à la probabilité que cette nouvelle agence soit vouée à l'échec à cause des barrières à l'entrée telle que la réputation. Les chances de voir un marché de concurrence parfaite ne sont pas si près de se réaliser. Malgré tout, l'objectif d'augmenter la concurrence sur ce marché est tout naturellement justifié. Avoir plus de concurrents, pourrait peut-être mener à une meilleure notation, en termes de qualité et de précision, de la part des agences.

Voici ce que la littérature nous dit à ce propos : Premièrement, Malik (2014) dans son travail « Is Competition The Right Answer ? A Case of Credit Rating Agencies » a essayé de répondre à la question suivante: « *Can the market forces of perfect competition enforce better accuracy in the CRAs' rating?* ». Elle analyse le rôle de la concurrence dans l'industrie des agences de notation à travers un modèle de la théorie des jeux. Elle conclut que l'industrie de la notation guidée par une compétition monopolistique est meilleure pour assurer la qualité des ratings et, par la même occasion, avoir un comportement honnête de la part des agences de notation (Malik, 2014). Cette compétition monopolistique peut augmenter les incitants des agences afin d'établir un standard de meilleure qualité des ratings, du simple fait qu'elles pourront se différencier de la concurrence (Ponce, 2009, p.20). Ceci étant dit, à l'inverse, une

compétition à outrance avec de nombreux acteurs ou bien avec quelques acteurs sur le marché de la notation peut mener à un comportement peu honnête. D'une part, de nombreuses agences de notation sur le marché conduiraient à une perte de réputation en cas de surévaluation des titres et d'autre part, des oligopoleurs, comme cela est le cas actuellement, sont sujets à la collusion (Malik, 2014). Face à des oligopoleurs, il est plus aisé pour l'émetteur de faire du « shopping rating » (Tichy, 2011, p. 234). En effet, une entreprise privée, désireuse d'avoir une notation, a intérêt à obtenir la meilleure notation possible (avec les accords de Bâle II, plus la notation est élevée, moins elle doit monopoliser de fonds propres pour couvrir une perte éventuelle).

Deuxièmement, Petitjean (2012, p. 12) nous dit qu'une plus grande concurrence sur ce marché de la part des petites sociétés de notation peut favoriser l'innovation et améliorer la technique d'attribution des notations. Dans ce contexte où l'émetteur est le payeur, *« il faut néanmoins souligner qu'une plus grande concurrence peut conduire à un nivellement vers le bas si les nouvelles agences visent à gagner des parts de marché en offrant des notations surévaluées aux émetteurs privés de titres, qui visent avant tout à minimiser leur coût d'emprunt »* (Petitjean, 2012, pp. 12-13). Gomez (2013) est du même avis *« At least policymakers should be alert that promoting competition is not enough to get more monitoring of a country, if the new agencies simply foster piggybacking »* (Gomez, 2013, p.13).

Et enfin, Becker et Milbourn, dans « How did increased competition affect credit ratings? », démontrent que les notations de S&P et de Moody's se sont approchées du haut de l'échelle de notation quand il y a eu plus de concurrence. En d'autres termes, la capacité de prévoir un défaut est plus faible quand Fitch a obtenu plus de parts de marché (Becker, Milbourn, 2010, p. 4).

Vouloir plus de concurrence sur le marché de la notation n'est pas forcément une bonne chose selon ces auteurs car les agences pourraient surévaluer les émetteurs par crainte de perdre des parts de marché. Certains prétendent qu'un monopole serait plus efficace car il permettrait d'éliminer le phénomène du « Shopping rating ». Et d'autres, promeuvent une concurrence monopolistique qui amènerait à terme les agences de notation à se différencier.

Voyons voir dans la partie suivante quel cadre législatif les européens et les américains ont mis en place pour réglementer les agences de notation. Ensuite, nous entrerons dans plus de

détails dans les nouvelles règles européennes et américaines.

Cadre législatif américain et européen

Les récentes crises ont poussé les législateurs à repenser et à réguler l'activité des agences de notation qui ne sont pas exemptes de dysfonctionnement (SEC Dodd Frank Act, 2010, SEC.931). Dans cette section, nous allons tout d'abord aborder le cadre législatif américain puis nous verrons la régulation mise en place par l'Union Européenne. En 2010, le congrès américain adopta le « Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act », plus communément appelé le « Dood-Frank Act ». En Europe, en 2011 et 2013 principalement, le Conseil et le Parlement européen adoptèrent eux-aussi des règlements concernant les agences de notation.

Etats-Unis

La réglementation de l'activité des agences de notation est venue tardivement aux Etats-Unis. Il a fallu attendre qu'Enron fasse faillite en 2001 pour que les législateurs et régulateurs pensent enfin à recadrer les agences de notation. En juillet 2002, la section 7 du Sarbanes-Oxley Act chargea la SEC de mener diverses études, notamment une sur le rôle et le fonctionnement des agences de notation (Sarbanes-Oxley Act, n.d. p. 3). En mars 2005, la SEC finit par considérer qu'elle était incompétente pour superviser l'activité de ces agences.

Un an après, le congrès vota et George W. Bush signa la nouvelle loi : « Credit Rating Agency Reform Act » (Gaillard, 2012, p. 33). Cette nouvelle loi mis fin à l'autorégulation des agences et donna autorité à la SEC pour la première fois dans ce domaine. Elle avait désormais l'autorité de mener des investigations approfondies afin de s'assurer que les agences opéraient correctement leur travail. L'objectif principal de cette loi était de promouvoir la compétition sur le marché de la notation en établissant un système d'enregistrement pour les agences voulant obtenir le statut de NRSRO, mais également renforcer la transparence (Amadou, 2009, p. 7).

Un des objectifs a été atteint dans le sens où le législateur a permis d'accéder plus facilement au statut de NRSRO. Norbert Gaillard (2012, p. 33) nous dit que cette loi a, d'une part, favorisé l'accès au statut de NRSRO, et d'autre part, elle a complètement négligé la

question des méthodologies de l'attribution des notations et les problèmes de conflits d'intérêts.

La crise financière et l'échec de l'évaluation des produits structurés conduisent la SEC à enquêter sur les activités des trois grandes agences de notation et leur implication dans le désordre financier de l'époque (U.S. SEC, 2008, p. 1)⁷. Les défaillances dans les méthodes de notation de ces agences ont incité les législateurs à préparer une réforme de grande ampleur dans l'industrie du rating. En 2009, une proposition de loi fut proposée par les sénateurs démocrates Frank B. et Dodd C. et promulguée après approbation du congrès en juillet 2010 sous le nom de « Wall Street Reform and Consumer Protection Act » dite aussi « Dodd-Frank Act » (Gaillard, 2012, p. 34). Ce fut la principale réponse à la crise financière. La portée de cette loi « Dodd Frank » est large, le texte aborde de nombreux sujets : régulation des activités financières les plus risquées, traitement des institutions systémiques, encadrement des marchés des produits dérivés... et un renforcement de l'encadrement des pratiques des agences de notation (Banque de France, 2012, p. 112).

Toute une série de mesures a été prise afin d'améliorer le fonctionnement des agences de rating. Nous en citerons, ici, quelques-unes à titre d'exemple. La SEC pourra dorénavant suspendre une agence qui n'aurait pas les ressources financières ou managériales pour attribuer des notes appropriées. Chaque NRSRO doit établir, maintenir et renforcer un système de contrôle interne. Un rapport est demandé à la fin de chaque année sur ce système. La SEC doit créer en son sein un bureau « Office of Credit Rating » qui sera chargé de vérifier que les notes ne sont pas affectées par d'éventuels conflits d'intérêts. Une plus grande transparence est requise par la SEC, les NRSROs devant divulguer les informations concernant la notation initialement attribuée à un émetteur. Elles doivent également divulguer leurs méthodes et les performances de leurs ratings (SEC Dodd Frank, 2010, SEC. 931). Enfin, la SEC doit s'assurer que les analystes travaillant pour les agences de notation ont la formation, les compétences et l'expérience requises (SEC Dodd Frank, 2010, SEC. 936).

Mais la mesure la plus notable est la désintoxication de la réglementation faisant référence aux agences de notation. La référence à la notion « not of investment grade » sera remplacée par « *that does not meet standards of credit-worthiness as established by the*

⁷ Standard & Poor's, Moody's et Fitch « *were not subject to the Credit Rating Agency Reform Act of 2006 or Commission regulations for credit rating agencies until September 2007* »

Corporation » et inversement (SEC Dodd Frank, 2010, SEC. 939). Les législateurs ont laissé un délai d'un an au régulateur pour modifier toutes règles faisant référence aux notations.

Union Européenne

La réglementation européenne encadrant les agences de notation vient encore plus tard que celle amorcée aux Etats-Unis. En effet, le premier règlement du Parlement européen et du Conseil (n°1060/2009) date du 16 septembre 2009. Cette nouvelle législation prévoit entre autres que les agences de notation doivent adhérer volontairement au « Code of Conduct Fundamentals for credit rating agencies » de « the international Organisation of Securities Commission » (IOSC) (Official Journal of the European Union, 2009, p. 2). De plus, les agences doivent faire l'objet d'un enregistrement auprès du comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) avant d'émettre une notation. Elles doivent également prendre toutes les précautions nécessaires afin de remédier aux conflits d'intérêts. Par ailleurs, ce même règlement nous dit que les agences doivent publier des informations quant à leurs méthodes, modèles et principales hypothèses utilisées dans l'activité de rating. Il est également prévu que les agences doivent réviser leurs hypothèses et méthodologie plus régulièrement et le cas échéant revoir également la notation (Official Journal of the European Union , 2009, p. 4) et ainsi de suite.

Le règlement de 2009 a fait l'objet de plusieurs amendements au cours des dernières années. Le règlement No 513/2011 vient modifier celui de 2009. L'autorité européenne des marchés financiers (AEMF), instituée par le règlement no 1095/2010, est désormais exclusivement responsable de l'enregistrement et de la surveillance des agences de notation de crédit dans l'union (Journal officiel de l'Union Européenne, 2011, p. 1) depuis juillet 2011 (AEMF, n.d., p. 3). Jugé insuffisant, ce dernier rapport a été complété par le rapport de mai 2013, entré en vigueur le 20 juin de la même année. Celui-ci prévoit, entre autres, la responsabilité des agences de notation en cas d'infraction à la loi. Et plus « récemment », des règlements de la Commission européenne ont été publiés au journal officiel de l'Union Européenne en septembre 2014 :

- « *L'obligation pour les émetteurs, initiateurs et sponsors, de communiquer des informations relatives aux instruments financiers structurés* » (Commission européenne, n.d.).

- « *L'obligation pour les agences de notation de communiquer des rapports périodiques relatives aux commissions facturées aux clients* » (Commission européenne, n.d.).
- « *La présentation des informations que les agences de notation doivent communiquer pour les besoins de la plate-forme de notation européenne* » (Commission européenne, n.d.).

Réglementation

Les autorités américaine et européenne se sont rendues à l'évidence que l'autorégulation des agences de notation ne pouvait pas s'effectuer d'elle-même. L'ultime preuve des dysfonctionnements des agences de notation a éclaté en plein jour avec la crise financière. Les législateurs, à tour de rôle, ont adopté de nouvelles lois afin d'encadrer l'activité de la notation. Ces différentes réglementations ont bien entendu des similitudes mais également des différences. Ce travail sera exclusivement consacré à énoncer les grandes ressemblances, convergences des règles européennes et états-uniennes, avec tout de même un accent plus marqué pour les premières. Notre propos sera centré autour des cinq points suivants : manque de transparence, responsabilité civile des agences, dépendance envers les notations, conflits d'intérêts, qualité des notations, et nous verrons quelles sont les réponses apportées par les différents législateurs.

Manque de transparence

Le premier point que nous aborderons est le manque de transparence. Les régulateurs des deux cotés de l'Atlantique ont voulu marquer le coup en requérant plus de transparence de la part des agences de notation. Comme nous l'avons soulevé au premier chapitre, la méthodologie des agences est quasiment secrète. Tout au plus sait-on qu'elles utilisent certaines variables pour attribuer une notation sans que l'on sache le poids relatif de chacune d'entre-elles. Les agences de notation vont donc devoir s'adapter à la nouvelle réglementation.

En Europe, le règlement de 2009 impose aux agences des mesures afin d'améliorer la transparence. Les agences de notation enregistrées auprès de l'autorité européenne des marchés financiers (AEMF) doivent publier « *les méthodes, modèles et principales*

hypothèses de notation qu'elles utilisent dans le cadre de leurs activités de notation de crédit » (Journal Officiel de l'union Européenne, 2009, p. 12). Elles doivent veiller à ce que les modèles et hypothèses de notation soient adéquatement conservés et tenus à jour et fassent l'objet d'une révision régulière⁸ (Journal Officiel de l'union Européenne, 2009, p. 4). Par ailleurs le règlement prévoit qu'en cas de modification importante des méthodes et procédures, les agences de notation doivent les divulguer préalablement à sa mise en œuvre (à moins que les conditions de marchés extrêmes n'imposent un changement immédiat), afin de garantir la transparence (Journal Officiel de l'union Européenne, 2009. P. 5).

Enfin, un rapport de transparence est demandé aux agences de notation au plus tard trois mois après la date de clôture de chaque exercice. Elles veilleront par ailleurs à ce que ces rapports successifs restent disponible pendant cinq ans sur leur site internet (Journal officiel de l'Union Européenne, 2009, p. 14). Ce rapport devra contenir des informations relatives à l'élaboration de la politique de notation de crédit et des méthodes utilisées par l'agence, l'efficacité du système interne de contrôle de la qualité des activités de notation, l'efficacité des mesures mises en places afin de garantir que tous les conflits d'intérêts soient « *détectés, éliminés ou gérés et divulgués* » (Journal officiel de l'Union Européenne, 2009, p. 23). Nous trouverons en annexe 3 plus de détails sur l'article 8 du règlement concernant les méthodes, modèles et principales hypothèses de notation.

Markus Krall, employé du bureau de conseil Roland Berger, nous dit que « *la transparence sera accrue si les personnes extérieures peuvent comprendre pourquoi et comment l'agence est arrivée à sa conclusion* » (Sénat français, 2012). En dépit de toutes les mesures prises dans le règlement de 2009, l'objectif d'augmenter la transparence n'a pas été atteint. C'est pourquoi un nouveau règlement, entré en vigueur le 20 juin 2013, renforce les exigences à ce sujet. Il est désormais demandé aux agences de notation, dans le cas de la notation souveraine, de publier un rapport de recherche. « *Elle fournit simultanément un rapport de recherche circonstancié expliquant tous les paramètres, hypothèses, limites et*

⁸ « *Lorsque, en l'absence de données fiables ou du fait de la complexité de la structure d'un nouveau type d'instrument financier, en particulier les instruments financiers structurés, la question se pose sérieusement de la capacité de l'agence de notation de crédit à émettre une notation de crédit crédible, il convient que l'agence de notation de crédit n'émette pas de notation de crédit ou retire sa notation de crédit si celle-ci existe déjà* » (Journal Officiel de l'union Européenne, 2009, p. 4).

incertitudes ainsi que toute autre information dont il a été tenu compte pour établir cette notation souveraine ou ces perspectives de notation. Ce rapport est accessible au public, clair et aisément compréhensible » (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 27). Voir l'annexe 4 pour plus de détails.

Du côté des Etats-Unis, un effort évident de transparence fut apporté par la « Dodd Frank Act ». En effet, une plus grande transparence étant requise par la SEC, les agences de notation enregistrées doivent divulguer les informations concernant leurs méthodologies et la notation initialement attribuée à un émetteur. Tout changement ultérieur de la note doit être motivé afin que les utilisateurs puissent évaluer la qualité de la note et la comparer avec les ratings des autres agences de notation (SEC Dodd Frank, 2010, p. 503). L'émission de la note doit également être accompagnée par une attestation affirmant que la notation ne fut pas influencée par les autres activités de l'agence et que l'attribution de la note ne fut attribuée que sur base de l'étude du risque de l'instrument financier qui doit être noté (SEC Dodd Frank, 2010, p. 504). De plus, à chaque émission de notation, les agences doivent fournir, divulguer les informations concernant les hypothèses sous-jacentes au modèle utilisé, les données sur lesquelles la notation repose, la fréquence du contrôle et de la révision de la note et toute autre information qui pourrait être utilisée par les utilisateurs des notes (SEC Dodd Frank, 2010, pp. 504-505).

Responsabilité civile

Une critique a été que les agences de notation ne sont pas civilement responsables de leur notation car elles sont protégées par le premier amendement de la constitution américaine. Les agences ont, de tout temps, invoqué cet amendement en affirmant que les notes attribuées ne sont que des opinions et ne peuvent donc pas être poursuivies si elles ont tort. Mais suite à la crise des subprimes, la SEC prit l'initiative de rendre les agences de notation de crédit responsables de leurs actes dans le cadre de la loi « Dodd-Frank ». Avec l'adoption de cette loi, les régulateurs reconnaissent aux agences « *le statut d'expert et les soumettent à des dispositions plus strictes en matière de responsabilité civile* » (Collard, 2012, p. 11). Les investisseurs lésés pourront donc intenter un procès et demander des dommages et intérêts à une agence pour tout manquement repris dans la loi (SEC Dodd Frank, 2010, p. 509).

Quant à l'Union Européenne, le Parlement européen et le Conseil ont adopté le règlement n° 462/2013 qui est entré en vigueur le 20 juin 2013. Alors que le règlement de

2009 était resté très discret sur la responsabilité civile des agences de notation, le règlement de 2013 nous dit que « *lorsqu'une agence de notation de crédit, de manière intentionnelle ou par négligence grave, a commis l'une des infractions [...] 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* » (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 31). Les législateurs européens ont posé un acte fort en rendant responsable les agences de notation si elles enfreignent intentionnellement ou par négligence grave les règles mises en place pour les agences de notation ou si elles causent un préjudice à un émetteur ou un investisseur.

Contrairement à la Securities and Exchange Commission, les législateurs européens ont mis plus de temps pour réglementer les agences de notation en matière de responsabilité civile pour finalement arriver à la même conclusion : tout investisseur pourra donc poursuivre une agence de notation si elle commet une infraction reprise dans la loi. Il incombe à l'investisseur ou à l'émetteur d'apporter la preuve indiquant que l'agence a commis une faute au règlement et que cette faute a eu des conséquences sur la notation (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 21).

Dépendance envers les notations

Notre troisième point concerne la grande dépendance de la finance à l'égard des agences de notation. En effet, au fil du temps, de plus en plus de références ont été faites aux notations de ces agences. C'est le cas de figure dans les accords de Bâle II où les fonds propres des banques étaient mesurés en fonction des risques qu'elles prenaient. Plus ses positions étaient risquées, plus elles devaient avoir de fonds propres pour compenser un éventuel choc négatif. Ce qui posait problème était que ces risques encourus par les banques étaient mesurés en fonction de la notation attribuée aux entreprises et aux Etats par les agences de notation, qui, rappelons-le, sont des entreprises à but lucratif.

Table 3.1. Pondérations de fonds propres

Notation	AAA à AA-	A+ à A-	BBB+ à BBB-	BB+ à B-	Inférieur à B-	Pas de notation
Souverain	0%	20%	50%	100%	150%	100%
Banque < 3mois	20%	20%	20%	50%	150%	20%
Banque > 3mois	20%	50%	50%	100%	150%	50%
Entreprise	20%	50%	100%	150%	150%	100%

Source: Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2006, pp. 20-25)

La table 3.1. est la pondération des risques pour les dettes souveraines, prêts bancaires et aux entreprises. Nous constatons que le risque est nul lorsque la notation d'un pays est entre « AAA » et « AA- ». La récente crise de la dette nous a montré que le risque zéro n'existait pas, même au niveau de la dette souveraine. De plus, nous notons que plus nous descendons sur l'échelle de notation des agences, plus la proportion des fonds propres augmente. En d'autres termes, meilleure est la notation, moins élevés sont les fonds propres nécessaires pour couvrir ces prêts. Les entreprises ont rapidement compris ce qu'il fallait faire. Toutes se sont tournées vers les agences de notation pour essayer d'avoir une note élevée. Ce phénomène a surement contribué au « shopping rating ».

Ce système, faisant référence aux notations, a placé les agences de notation dans une position de force et ceci les a certainement incitées à tirer profit de cette « faille ». Afin de corriger ce problème, ou du moins ne pas l'encourager, les nouvelles règles américaines et européennes en application tiennent compte de cette dépendance néfaste et tentent de rendre la Finance moins dépendante à l'égard des agences de notation et de leurs activités.

Dans un premier temps, le règlement de 2009 adopté par les institutions européennes n'avait pas clairement cité et dénoncé la dépendance des institutions financières vis-à-vis des agences de notation. L'article 4, paragraphe 1 à propos de l'utilisation des notations de crédit en est un bon exemple : *Les établissements de crédit [...], les entreprises d'investissement [...], les entreprises d'assurance non-vie régies [...], les entreprises d'assurance vie [...], les entreprises de réassurance [...], les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) [...] ne peuvent utiliser à des fins réglementaires que les notations de crédit émises par des agences de notation de crédit établies dans la Communauté et enregistrées conformément au présent règlement* » (Journal officiel de l'Union Européenne, 2009, pp. 9-10). La dépendance du système financier n'est pas pointée du doigt, tout ce qui est dit est que les entreprises de crédits, d'assurance et autres ne peuvent utiliser d'autres notations que celles émises par les agences enregistrées auprès des autorités compétentes. Ceci dit, le règlement de juin 2013 vient vite changer la donne, il est explicitement fait allusion à « *la dépendance excessive des institutions financières à l'égard des notations de crédit* » (Journal officiel de l'union Européenne, 2013, p. 13). Les entités visées dans l'article 4, paragraphe 1 doivent désormais évaluer elles-mêmes les risques de crédit et ne doivent pas recourir exclusivement ou mécaniquement à des notations pour évaluer la qualité de crédit d'une entité ou d'un instrument financier. La Commission européenne nous dit à propos de l'article 4, paragraphe 2 de juin 2013 que « *les autorités*

*européennes de surveillance devront, elles aussi, éviter les références aux notations externes et réexaminer les règles et orientations qu'elles ont édictées afin d'y supprimer les références aux notations de crédit lorsque celles-ci sont susceptibles de créer des effets mécaniques »*⁹ (Commission européenne, 2013).

Les autorités américaines ont également exprimé une volonté claire afin de réduire la dépendance du système financier vis-à-vis des notations des agences. Il est dit explicitement qu'elles ont l'intention d'éliminer « *Many Statutory and Regulatory Requirements to Use NRSRO Ratings: Reduces over-reliance on ratings and encourages investors to conduct their own analysis* » (Banking Senate, n.d.). Le « Dodd-Frank Act » prévoit que chaque agence fédérale devra revoir et modifier toutes les règles faisant référence aux notations, ainsi que l'évaluation de la solvabilité s'appuyant sur les notations (SEC Dodd-Frank Act, 2010, p. 512).

Nous ne pouvons que constater que les législateurs des deux côtés de l'Atlantique ont la volonté de réduire, voire de supprimer, la dépendance du système financier vis-à-vis des notations en inscrivant dans leurs réglementations que toute référence à ces dernières doit être revue et modifiée.

Conflits d'intérêts

Notre troisième point abordera les conflits d'intérêts que nous avons relevés. Ils sont de deux types, le premier est lié au mode de rémunération qui incite les agences de notation à délivrer des notations de complaisance afin de s'assurer une relation d'affaire de long terme en vue de garantir des revenus. En conséquences, les notes peuvent être perçues comme des notations qui conviennent à l'émetteur, plutôt que celles dont l'investisseur a besoin (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 3). Le second est le fait que les agences fournissent des services de type conseil aux entreprises qu'elles notent. Afin de résoudre les problèmes liés aux conflits d'intérêts, les régulateurs ont apporté certaines solutions dans leurs différentes réglementations.

⁹ « *L'ensemble de textes adoptés aujourd'hui [18 juin 2013] comprend également une directive instaurant le principe d'une moindre dépendance à l'égard des notations externes dans la législation sectorielle relative aux organismes de placement collectif (OPCVM), aux hedge funds (directive sur les fonds d'investissement alternatifs) et aux institutions de retraite (directive sur les institutions de retraite professionnelle) ».*

En Europe, il est stipulé dans le règlement de juin 2013 que les agences de notation doivent prendre toutes les mesures nécessaires pour qu'une notation ou un changement de perspective ne soit pas affecté par aucun conflit d'intérêt ni aucune relation commerciale (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 14). De plus, une agence de notation a le devoir de détecter, éliminer ou gérer et annoncer tous conflits d'intérêts susceptibles d'influencer l'analyse et le jugement de ses analystes, salariés et toutes autres personnes dont les services interviennent dans les activités de notation (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 14). Par ailleurs, pour atténuer les risques de conflit d'intérêt, les agences de notation ont l'obligation « *de divulguer le fait qu'un actionnaire détient à la fois 5 % ou plus de son capital ou de ses droits de vote et 5 % ou plus d'une entité notée par ses soins; dans le cas où ces deux chiffres sont de 10 % ou plus, l'agence de notation n'aura pas le droit de noter l'entité* » (Commission européenne, 2013). Il est également interdit à tout actionnaire ou membre d'une agence détenant déjà 5% du capital ou des droits de vote, de détenir 5 % ou plus du capital ou des droits de votes de toutes autres agences, à moins qu'elles appartiennent au même groupe (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, P. 14). Et il est aussi interdit à une agence de noter une entreprise avec laquelle elle a des actionnaires en commun (si les droits de vote et la détention du capital dépassent 10%) (Commission européenne, 2013).

Enfin, une autre mesure plus importante fut prise dans le cadre de la réglementation européenne est le système de rotation. D'une part, les agences de notation sont obligées d'appliquer un mécanisme de rotation ayant pour objectif « *de modifier progressivement la composition des équipes d'analyse et des comités de notation de crédit, de façon que l'indépendance des analystes de notation et des personnes approuvant les notations de crédit ne puisse être compromise* » (Journal Officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 3). Car une longue relation avec les mêmes émetteurs pourraient compromettre l'indépendance des analystes. La description de cette nouvelle politique de rotation devra se trouver dans le rapport de transparence (Journal Officiel de l'Union Européenne, 2009, p. 30).

Et d'autre part, il a été prévu d'organiser une rotation entre les agences de notation en ce qui concerne l'évaluation du risque des produits structurés complexes. La durée maximale pendant laquelle une agence est autorisée à noter les retitrisations (titriser des produits structurés) est limitée à quatre ans (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 4). De plus, les émetteurs de ce type de produits complexes doivent recourir aux services d'au moins deux agences différentes. L'objectif de ces règles est bien entendu de garantir l'objectivité des

agences lors des procédures de notation. Le champ d'application de cette mesure est très restreint car il ne concerne que certains types particuliers de produits structurés, et non tous les produits structurés.

Quant au second type de conflits d'intérêts : afin de prévenir tout conflit lié à la consultance, la réglementation encadrant les activités des agences de crédit prévoit qu'une agence « *ne fournit pas de services de consultant ou de conseil à une entité notée ou un tiers lié concernant sa structure organisationnelle ou juridique, son actif, son passif ou son activité* » (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 25).

Aux Etats-Unis, la SEC a également instauré toutes sortes de règles pour mettre un terme aux conflits d'intérêts. Elle doit également revoir de manière périodique les politiques en matière de conflits d'intérêts des NRSROs pour s'assurer de l'implémentation et de l'efficacité de la lutte contre les conflits d'intérêts (SEC. Dodd-Frank Act, 2010, p. 501). Un bureau (Office of Credit Rating) doit être créé au sein de la SEC et se chargera de veiller à la précision dans les notations, s'assurer que les notations ne sont pas influencées par des conflits d'intérêts et protéger les intérêts du public et des investisseurs utilisant les notations (SEC Dodd-Frank Act, 2010, p. 502).

La Sec a adopté une loi interdisant aux agences de notation de fournir des services de conseil qui pourraient être liés à la fonction rating (Bolton *et al*, 2012, p. 105). De plus, la SEC devra émettre des règles afin de délimiter une stricte séparation entre la production du rating et les fonctions de vente et de marketing, afin d'empêcher que toutes considérations commerciales et de ventes ne viennent influencer le processus de la notation (SEC Dodd-Frank Act, 2010, p. 499, et, Bolton *et al*, 2012, p. 105). Ici, elle met l'accent sur les différents métiers au sein des agences de notation. Elle interdit désormais aux « Compliance Officers » de travailler sur l'attribution des notes, les méthodologies et dans le département de ventes. Le même constat est fait pour une personne voulant changer de travail et aller chez une entreprise notée par son ancien employeur endéans les 12 mois. De plus, chaque NRSRO doit également reporter à la SEC (dans la mesure du possible) si certains employés les ont quittés pour travailler chez une ou des entités toujours notée douze mois auparavant (SEC Dodd-Frank Act, 2010, p. 500).

Les mesures prises par les législateurs européens et américains sont décevantes car ils ne répondent pas correctement aux problèmes de conflits d'intérêts que présente l'activité de

notation. En Europe, un petit effort a été fait en ce qui concerne les produits structurés complexes et leur double notation, alors qu'aux Etats-Unis, rien n'a été fait dans cette direction-là.

Qualité des notations

Notre cinquième et dernier point concerne la manière dont les Etats-Unis et l'Union européenne ont réagi dans leurs réglementations face à la médiocrité de la qualité des notations de la dernière décennie. Nombreux sont ceux d'avis que pour améliorer la qualité des notations, il suffirait d'augmenter la concurrence sur le marché de la notation. Ceci les inciterait à exceller dans leurs activités afin de procurer aux investisseurs des notations de bonne qualité. Mais nous n'en sommes pas encore là. Actuellement le marché est de type oligopolistique, dominé par trois concurrents. Ce qui, pour l'instant assure la qualité des notations des agences, est bien entendu leur réputation dont elles sont fort inquiètes. Dans ce domaine bien particulier, les parts de marché sont « distribuées » en fonction de la réputation. La perte de parts de marché de l'une est faite au bénéfice des autres. Il faut dire que jusque la veille de la crise financière de 2007, la régulation des agences de notation était faible. De nombreuses personnes, politiques ou non, voyaient de bon augure le fait d'augmenter la concurrence sur ce marché. Norbert gaillard nous dit qu'à côté des grandes agences de notation, les petites se montrent moins accommodantes et les notations sont de meilleure qualité (Lefigaro, 2011).

En ce qui concerne l'Union Européenne, les législateurs n'ont pas pris de mesures claires et précises en ce qui concerne la concurrence sur le marché de la notation. Ils ont adopté le règlement de juin 2013 afin d'améliorer certains aspects néfastes présents dans l'activité de la notation. Cependant, nous constatons à la lecture de ce règlement qu'il est impossible de citer un article particulier visant l'amélioration de la qualité et de la concurrence. En revanche, de par les mesures prises par les législateurs, la concurrence se verra accrue.

Premièrement, nous pouvons citer le fait que les agences de notation voulant opérer au sein de l'Union Européenne doivent être accréditées auprès de l'autorité européenne des marchés financiers. Cette accréditation leur donne une meilleure visibilité et reconnaissance au sein de l'Union Européenne. Les agences de petite taille peuvent désormais venir concurrencer les agences déjà en place. De plus, les agences doivent respecter toute une série de règles pour se voir attribuer cette accréditation. Qui dit donner accès au marché européen,

dit aussi retrait de l'enregistrement. Le retrait de l'enregistrement prend effet immédiat dans toute l'Union Européenne (Journal officiel de l'Union Européenne, 2011, p. 38). Nous pouvons en conclure que l'enregistrement des agences de notation améliore les notations.

Ensuite, une autre manière d'augmenter la concurrence est de prendre des mesures pour encourager le recours à des agences de plus petite taille. Ceci est applicable dans le cas où les émetteurs chercheraient une notation de la part de deux agences de notation. Ils doivent s'adresser à au moins une agence de notation de crédit qui ne détiendrait pas une part de marché supérieure à 10% (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 3).

De plus, les législateurs européens pensent qu'en ayant introduit le mécanisme de rotation au niveau de la retitrisation, cela pourrait améliorer la qualité de la notation et par conséquent la concurrence. Bien qu'il y ait un nombre limité d'agences actives sur le marché pour les retitrisation, *« ce marché est [donc] plus naturellement ouvert à la concurrence et un mécanisme de rotation pourrait être un moteur en vue de créer plus de dynamique sur ce marché »* (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 4). Par ailleurs, la divulgation d'informations sur les instruments financiers structurés *« renforcera probablement la concurrence entre agences de notation de crédit en raison de l'augmentation potentielle du nombre de notations de crédit non sollicitées »* (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, p. 7).

Enfin, le parlement européen et le Conseil chargent la Commission, jusque fin 2013, de fournir un rapport sur la possibilité de créer un réseau d'agences de plus petite taille pour stimuler et accroître la concurrence, et jusque début 2016, de faire un rapport sur l'opportunité d'étendre le champ d'application de la divulgation d'informations aux autres produits financiers. Mais également de proposer des mesures, après examen du marché de la notation, pour stimuler la concurrence sur ce dernier (s'il est nécessaire) (Journal officiel de l'Union Européenne, 2013, 22).

Le rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen concernant la possibilité de créer un réseau de petites agences de notation a pour objectif d'améliorer les conditions de concurrence sur le marché de la notation et l'émergence de nouvelles agences. Après consultation des parties prenantes, la Commission nous dit que la création d'un tel réseau est justifiée. Elle présente deux types de réseaux dans ce rapport (l'annexe 5 nous donne plus de détails sur ces deux réseaux) :

- Un réseau intégré : *« serait susceptible d'apporter une valeur ajoutée sur les aspects suivants: développement d'une plateforme commune de données pour les informations sous-jacentes aux notations; élaboration et utilisation de méthodes communes; échange de connaissances spécialisées et des meilleures pratiques sur un large éventail de sujets tels que les contrôles internes, l'information des investisseurs, la communication, les méthodologies et le respect de la législation »* (Commission européenne, 2014, p.5).
- un réseau coopératif : *« La création d'un réseau coopératif a été évaluée comme une alternative au réseau intégré décrit ci-avant. Un tel réseau impliquerait une coopération plus légère. . Il pourrait prendre la forme d'un forum pour les petites agences de notation de crédit, lequel permettrait la mise en place d'une structure pour des échanges et une coopération réguliers entre les agences »* (Commission européenne, 2014, p. 7).

Toutes ces mesures, adoptées par l'Union Européenne ont pour objectif d'accroître la concurrence sur le marché et entre les agences de notation, d'une part, et cela les amènerait à fournir des notations de meilleure qualité, d'autre part.

Quant aux Etats-Unis, le « Dodd-Frank Act » est encore moins explicite que la réglementation européenne en matière de qualité et de concurrence. Le SEC a également choisi d'assurer la qualité des notations en se basant sur un mécanisme d'enregistrement des agences de notation afin de devenir des NRSROs. La mise en place du Bureau « Office of Credit rating » sert également de garant pour veiller et promouvoir de la bonne qualité de notation (SEC Dodd-Frank Act, 2010, p. 502). De plus, la SEC peut suspendre temporairement ou définitivement une NRSRO, si la commission vient à penser que l'agence n'a pas les finances adéquates et les ressources managériales nécessaires pour offrir des notations de bonne qualité.

Après analyse de ces cinq derniers points, la transparence, la responsabilité civile, les conflits d'intérêts, la dépendance envers la notation et la qualité des notations (plus la concurrence), nous pouvons dire que les mesures, adoptées par les différents législateurs, ne sont pas suffisantes pour que les agences de rating puissent opérer de manière optimale sur le marché. Gregory Lewkowicz (2013, p. 214) fait le même constat. Malgré tout, il faut souligner ce bel effort de vouloir réglementer les agences de notation. Réglementation qui existait à peine avant les années 2000.

Remarques à propos de l'application de la réglementation

Pour clôturer cette section, nous ferons Etat de quelques remarques à l'égard de la nouvelle réglementation.

Notre première remarque se rapporte aux conflits d'intérêts du mode émetteur-payeur. Alors que la littérature abonde d'exemples de modèles liés aux paiements des agences de notation (tels que : le système de clearing house ou chambre de compensation, paiement à l'avance et ainsi de suite), nous avons pu constater que les législateurs ont adopté des mesures dont l'objectif est de réduire, voire d'éliminer les conflits d'intérêts liés au mode de paiement. Cependant, très peu de choses ont été faites pour réformer le modèle de l'émetteur-payeur. Cette question a été débattue au sein du congrès américain, mais malheureusement aucune décision ne fut prise dans ce sens-là. Au lieu de cela, le « Dodd-Frank Act » a chargé la SEC d'étudier et d'analyser des modèles alternatifs pour sélectionner et payer les agences de notation. Et si, la SEC venait à trouver une meilleure alternative, cet acte lui donnait l'autorité pour l'appliquer. (Pozen, Conroy, 2012, p. 8).

De même, les institutions européennes ne se sont pas totalement consacrées à réformer le modèle actuel, mais plutôt à se concentrer sur la manière de réduire les conflits d'intérêts liés à ce dernier. La rotation est l'une de ces mesures. Le système de rotation prévu dans le règlement de 2013 « *va déclencher une rupture analytique lorsqu'une agence passera le relais à une firme concurrente. Il va créer une rente pour les nouveaux entrants. En effet, si, dans le même temps, deux notes au moins sont exigées pour les produits structurés, comme le prévoit la nouvelle législation, de petites agences vont rapidement gagner des parts de marché sans grand mérite* », selon Norbert Gaillard (2012, p. 41). En effet, ceci constitue une critique car l'enregistrement d'une agence de notation auprès de l'autorité européenne des marchés financiers leur donnera une reconnaissance officielle au sein de l'Union Européenne. De plus, cette rotation leur accordera plus de poids dans la notation des produits financiers dans l'Union Européenne sans forcément l'avoir « mérité » et sans avoir jamais fait leurs preuves en démontrant leur réputation. Une autre critique est que les nouvelles règles donnent plus de poids aux grandes agences de notation au détriment des petites (Nations-Unies, 2015).

Toujours en ce qui concerne la lutte contre les conflits d'intérêts, l'autorité européenne des marchés financiers a mené des enquêtes entre février et octobre 2013 auprès des agences de notation, car inquiète quant à l'indépendance, la prévention des conflits d'intérêts, la

confidentialité des informations concernant la publication des notes des Etats. L'AEFM considère que les efforts des agences de notation dans ces domaines sont insuffisants.

Notre deuxième remarque est liée à la concurrence sur le marché de la notation. En effet, l'Union Européenne se montra d'une plus grande volonté d'accroître la concurrence sur le marché et entre les agences de notation. Le mécanisme de rotation devrait à terme, selon le Conseil et le Parlement européen, apporter plus de concurrents sur le marché. Ceci dit, la rotation ne concerne que certains produits structurés bien spécifiques et ne s'étend pas à toute la gamme des produits financiers. La commission devrait étudier et attacher plus d'importance à cette mesure qui pourrait apporter une diversité sur le marché de la notation et améliorer la qualité des notes. « *Ce champ d'application limité est une victoire pour le lobby financier* » (l'agefi, 2013). Petitjean (2012, p. 12) nous dit que la concurrence est quelque chose de désirable sur ce marché : les petites agences de notation pourraient favoriser l'innovation et améliorer les techniques de l'attribution des notations. Cependant, il faut faire attention à ce qu'une plus grande concurrence ne nivèle pas vers le bas la qualité de la notation des petites agences, visant ainsi à accroître leurs parts de marché.

Troisième remarque, la désintoxication, la dépendance à l'égard des notations est peut-être l'une des mesures les plus symboliques dans la réglementation aux Etats-Unis. La loi de « Dodd-Frank » a beau imposer aux agences fédérales de remplacer dans leurs règles toute référence faites aux notations des agences, certaines d'entre elles en ont été incapables. « *Certaines ont d'ailleurs déjà signalé qu'elles continueront à faire usage des ratings pour l'évaluation de la solvabilité des émetteurs et pour la détermination du ratio de fond propre des banques* » (Lewkowicz, 2013, p. 215). L'Union Européenne s'est montrée plus prudente en repoussant à 2020 la suppression de toute référence aux notations des agences dans les réglementations européennes, sous réserve d'avoir identifié une solution alternative (Lewkowicz, 2013, p. 215).

Quatrième et dernière remarque. A défaut de pouvoir prendre des règles bien précises, aux Etats-Unis, le législateur via le « Dodd-Frank Act » a délégué à la SEC d'établir de nombreuses nouvelles règles (pas moins de 398) et en avril 2013, très peu d'entre elles étaient finalisées et avec un retard considérable sur le calendrier (Lewkowicz, 2013, p. 214). Et il en est de même pour la commission européenne. Le Conseil et le Parlement européen ont chargé celle-ci de toute sorte d'étude sur les agences de notation, comme précisé plus haut.

Bien que les agences de notation se soient vues imposées une nouvelle réglementation, le marché de la notation comporte encore certaines failles. En comprenant que les législateurs pourraient fortement affecter leurs activités, les agences de notation ont déployé toutes séries de « sabotage ». Ainsi, aux U.S.A, les agences ont mis en place des activités de lobbying à Washington depuis les années 2005. Les montants mis à disposition du lobby n'ont cessé d'augmenter ! Et au niveau de l'Union Européenne, plusieurs agences se sont associées au sein de l' « European Association of Credit Rating Agencies », fondée en 2010, pour faire entendre leur voix et défendre leurs intérêts (Lewkowicz, 2013, p. 210).

Conclusion

Il aura fallu attendre le début des années 2000 pour que les agences de notation fassent l'objet de réformes. Ce n'est qu'après crise que les législateurs des deux côtés de l'Atlantique ont décidé de réagir, par le biais du « Dodd-Frank Act » adopté aux Etats-Unis et des différents règlements du côté de l'Union Européenne. Des efforts ont été faits afin d'apporter des solutions aux problèmes identifiés tout le long du 20^{ème} et durant le début du 21^{ème} siècle.

Cependant, dans cette section, nous nous sommes concentrés que sur cinq points : la responsabilité civile des agences, le manque de transparence, la dépendance de la finance aux notations, les conflits d'intérêts et, la qualité de la notation et la concurrence.

Nous considérons à première vue que les législateurs ont marqué un certain effort pour apporter des solutions à ces problèmes. Cela étant dit, avec un peu plus de recul, il nous est évident que les solutions apportées ne sont pas complètes pour régir les marchés de la notation et comportent certaines failles.

De manière générale, la réglementation n'est pas précise ou encore ne concerne que certains types d'actifs et parfois avec beaucoup d'exclusion. Ici, il a été question du lobbying des agences afin d'atténuer un maximum les effets des nouvelles règles.

Ces réglementations constituent néanmoins un premier pas. La SEC et la Commission européenne doivent continuer à réguler le marché des notations. Actuellement, elles sont en train de travailler sur les différentes règles ou rapports que les législateurs leur ont confiés le soin de concocter.

Conclusion

Nous avons eu l'occasion, lors de ce travail de fin d'étude, consacré au rôle des agences de notation dans la crise de la dette souveraine, d'aborder l'histoire des trois plus grandes agences de notation, Standard & Poor's, Moody's et Fitch.

Il apparaît clairement du premier chapitre que ces agences ont beaucoup trop d'importance sur les marchés financiers. Et ceci ne s'est pas fait naturellement. En effet, les principales raisons de leur hégémonie sont les hautes barrières à l'entrée de ce marché. La réputation, la taille critique et les obligations réglementaires imposées aux agences en constituent les principales. C'est donc bien le propre d'un marché oligopolistique, à savoir très peu de concurrents et d'importantes barrières à l'entrée empêchant de nouveaux concurrents d'y entrer. Cette position hégémonique est couplée à un modèle de rémunération posant question, l'émetteur-payeur, actuellement en vigueur. Malgré les nombreux conflits d'intérêts liés à ce modèle, les agences continuent à l'utiliser, alors que les alternatives ne manquent pas dans la littérature. Enfin, la méthodologie des agences de notation dans leur attribution des notations souveraines manque définitivement de transparences, quant aux modèles utilisés, au poids accordé aux variables, etc.

Ces quelques constats posés, nous savons maintenant que les agences de notation ont effectivement joué un rôle dans l'aggravation de la crise de la dette. Ceci dit, les facteurs ayant menés les pays européens vers la crise avaient commencé à germer tout au long de la fin du 20^{ème} jusqu'à un endettement excessif suite à la crise des subprimes. La crise est donc le déclencheur de ces facteurs qui lui préexistait. Bien que tous les indices étaient réunis, les agences de notation, qui évaluent la solvabilité des instruments financiers, ne purent pas non plus anticiper la nouvelle crise de la dette en 2010. Certains pays européens, avec de sérieux problèmes financiers avant crise, s'étaient ainsi vu attribuer une note d'« investment grade ». De plus, nous avons constaté durant cette crise que les agences eurent un rôle de *follower* sur le marché, plutôt qu'un rôle de *leader*. Les dégradations des notations des Etats souverains par les trois grandes agences, souvent avec très peu de temps les séparant, avaient été anticipées par les marchés. Même les dégradations de plusieurs rangs les affectaient à peine. En revanche, les annonces de changement de perspective pour une future éventuelle dégradation étaient les plus dévastatrices. Le chapitre deux a également fait Etats de

nombreuses critiques à l'égard des agences. Une réaction trop lente sur les marchés en est une. L'effet procyclique des agences en est une autre. La qualité des notations, l'absence de responsabilité civile en sont encore d'autres !

Malgré les nombreux problèmes et les dysfonctionnements que posent les agences de notation sur les marchés, les législateurs des deux côtés de l'Atlantique ont attendu le début du 21^{ème} siècle pour réagir. Plus précisément, ce sont les crises des subprimes et de la dette qui ont changé la donne. Ces crises ont définitivement montré une forte volonté de réformer le marché des notations avec le « Dodd-Frank Act » aux Etats-Unis en 2010 et les différents règlements du Conseil et du Parlement européen en 2011 et 2013. Toutes ces nouvelles réglementations ont agi en faveur d'une plus grande transparence dans les méthodes utilisées et l'attribution des notations. Toutes sortes de divulgation de rapports sont demandées aux agences de notation. Les législateurs ont également prévu dans leurs règles de rendre les agences responsables de leur acte. C'est-à-dire qu'il est dorénavant possible à un investisseur ou à un émetteur de porter plainte contre les agences, intouchables auparavant. De plus, la dépendance réglementaire des notations pose énormément de soucis, notamment avec les effets de falaise (Cliff effect) qu'elle peut engendrer. Les législateurs ont tous deux pris l'initiative de remplacer toute référence à la notation dans leurs règlements. C'est peut-être avec cette règle qu'un jour les notations redeviendront que de « simples opinions ». Néanmoins, nous avons vu que son application est plutôt difficile aux Etats-Unis et l'Union Européenne pousse la modification réglementaire jusqu'à 2020, par faute d'alternative. Par ailleurs, toute une série de mesures a été adoptée afin de limiter les conflits d'intérêts liés au modèle de rétribution. Cependant, aucune d'alternative n'a été suggérée ! Et enfin, il a été question de la qualité de la notation et de la concurrence. L'enregistrement des agences de notation devrait mener à une meilleure qualité de la note. La SEC s'en occupe aux Etats-Unis et l'AEMF dans l'Union Européenne. Un autre principe de notation entre les agences de notation pour délivrer une notation devrait augmenter la qualité des notes et encourager la concurrence sur ce marché-là.

En conclusion, les législateurs ont marqué un bel effort dans leurs réglementations, mais malheureusement toutes ces mesures sont insuffisantes pour venir à bout de tous les problèmes existants. Il aurait fallu pour cela qu'ils adoptent une réglementation plus dure à l'encontre des agences ! En tout cas, le lobby des agences à Washington et à Bruxelles a bien porté ses fruits...

Nous sommes conscients que ce travail consacré au rôle des agences de notation et à la nouvelle réglementation ne peut être un résumé de toute l'information présente sur ce sujet. Nous avons dû nous focaliser et faire une sélection, notamment quand nous avons détaillé certaines critiques énoncées à l'encontre des agences de notation dans le chapitre deux. Nous avons également choisi de nous concentrer uniquement sur cinq points de convergence. Une analyse des divergences entre les deux réglementations aurait affiné notre travail. Pour approfondir notre recherche quant au rôle des agences de notation, nous aurions dû pousser la recherche plus loin en proposant une étude empirique sur l'évolution des notations des obligations souveraines (ou d'un certain pays) en comparaison avec l'évolution des primes de risques des obligations. Tout cela nous aurait demandé un travail de grande envergure, qu'il nous est impossible de faire tenir dans le cadre d'un mémoire. Nous espérons tout de même avoir contribué, à notre échelle, à l'étude des agences de notation.

Bibliographie

Sources écrites

- Adamek, J., Miremad, A. (2012). Le rôle des agences de notation dans la crise de la dette. *La vie économique Revue de politique économique*, 24-27.
- Afonso, A. (2002). Understanding the Determinants of Government Debt Rating: Evidence for the Two leading Agencies. *Journal of Economic and Finance*, 27 (1), 56-74.
- Ahu, J., K. (2015). Procyclical Credit Rating Policy, *Georgetown McDonough School of Business research*, 1-64.
- Alsakka, R., Gwilym, o. (2010). Rating Agencies' Credit Signals: Sovereign Watchlist and Outlook. *Bango Business School*, 1-37.
- Amadou, N.R. Sy. (2009). The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets. *International Monetary Fund*, 129, 1-36.
- Autorité des marchés financiers (2012). Rapport 2011 de l'AMF sur les agences de notation. *AMF*, 1-37.
- Autorité des marchés financiers (2010). Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation. *AMF*, 1-121.
- Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) (n.d.). Rapport annuel 2011. *AEMF*, 1-16.
- Banque de France (2012). Documents Et Débats : La Crise de la Dette Souveraine. Banque de France, 4, 1-115.
- Becker, B., Milbourn, T. (2010). How did increased competition affect credit rating?, *Harvard Business School*, 1-47.
- Bolton, P., Freixas, X., Shapiro, J. (2012). The Credit Rating Game. *The Journal of Finance*, LXVII (1), 85-111.
- Chevallier, A. (2012). L'économie mondiale cinq ans après la crise financière, *La Découverte, collection Repères*, 5-19.
- Chouaib, E., Jeanneret, A. (2014). La crise de la dette en Europe. *HEC Montréal*, 1-36.
- Collard, F. (2011). Au cœur des agences de notations. *Les analyses du CRISP*, 1-17.

- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2006). Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres. *Banque des règlements internationaux*, 1-362.
- De Haan, J., Amtenbrink, F. (2011). Credit rating Agencies. *De Nederlandse Bank*, (278), 1-37.
- Dodd - Frank Act (2010). Wall Street Reform and Consumer Protection Act. *United States Congress*. 1-848.
- Duwicquet, V., Crise des dettes souveraines : la zone euro dans la tourmente, *Chronique d'économie politique*, 59, 40-41.
- Ferri, G., Liu, L., G. Stiglitz, J., E. (1999). The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. *Economics Notes by Banca Monte Dei Paschi di Siena*, 28 (3), 335-355.
- Frost, C., A. (2006). Credit Rating Agencies in Capital Market: A review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22 (3), 469-492.
- Gomez, P. (2013). Do credit rating agencies piggyback? Evidence from sovereign debt ratings. *University Carlos III de Madrid*, 1-24.
- Gonzalez, F., Haas, F., et al. (2004). L'incidence des notations sur les dynamiques de la littérature: une revue de littérature. *Banque de France*, 4, 53-80.
- International Monetary Fund (2010). Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity, *IMF*, 1-132.
- Jamarillo, L. (2010). Determinant of Investments Grade Statuts in Emerging Markets. *International Monetary Fund*, 10 (117), 1-21.
- Kiff, J., Kisser, M., Schumacher, L. (2013). Rating Through-the-Cycle: What does the Concept Imply for Rating Stability and Accuracy?. *International Monetary Fund*, 13 (64), 1-28.
- Lantin, F. (2008). L'importance de la note initiale et du type de changement dans la mesure de l'impact de la notation financière (rating) sur le marché actions. *Conférence annuelle AFFI 2008*, 1-31.
- Lewkowicz, G. (2013). Les agences de notation financière contre les Etats: une lutte globale pour le droit à l'issue incertaine. *Larcier*, 185-222.
- Löffler, G. (2002). Avoiding the rating bounce: Why rating agencies are slow to react to new information. *Goethe-Universität Frankfurt*, 1-25.
- Malik, K. (2014). Is Competition The Right Answer? A Case Study of Credit Rating Agencies. *The Public Sphere 2014*.

- Mariano, B. (2012). Market power and reputational concerns in the rating industry. *Journal of Banking and Finance, Forthcoming*, 36, (6) 1616-1626.
- Mathis, J., McAndrews, J., Rochet J-C. (2008). Rating The Raters: Are Reputation Concerns Powerful Enough To Discipline Rating Agencies?, *Journal of Monetary Economics*, 56, 657-674.
- Pébereau, M. (2005). Des Finances Publiques au service de notre avenir, 1-129.
- Petitjean, M. (2012). De l'(in)utilité des agences de notation. *Regards Economiques*, (98), 1-20.
- Ponce, J. (2010). The Quality of Credit Ratings: A Two-Sided Market Perspective. *Economic Systems*, 36 (2), 294-306.
- Pozen, R., C., Conroy, B. (2012). Credit Rating Agency Refrom in the US and EU. *Harvard Business School*, 1-19.
- Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil (2009). Les agences de notation. *Journal officiel de l'Union Européenne*, 1-31.
- Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil (2011).). Les agences de notation. *Journal officiel de l'Union Européenne*, 1-33.
- Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil (2011).). Les agences de notation. *Journal officiel de l'Union Européenne*, 30-65.
- Richardson, M., White, J., L. (2009). Is Regulation The Answer?. *Financial Market, Institutions & Instruments*, 12 (2), 146-148.
- Roy, C., Walter, I. (2001). Rating Agencies: Is There an Agency Issue. *Stern School of Business*, 1-52.
- Sarbanes - Oxley Act (2002). Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act. *United States Senate*, 1-15.
- Securities and Exchange Commission. Order Denying Application For Registration as a nationally Recognized Organization, *SEC*, 1-10.
- Tichy, G. (2011). Credit Rating Agencies: Part of the Solution, Part of the Problem?, *Intereconomics*, 232-245.
- Uhr, J. (2012). Etat de la question Les agences de notation : Analyse critique et enjeux politiques. *Fédération Wallonie-Bruxelles*, 1-20.
- Whelan, K. (2011). Rating Agencies Reform: Shooting the Messengers?. *Policy Department: A Economic And Scientific Policy*, 67-80.

- White, L. J. (2010). The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24 (2), 211-226.
- Wolfson, J., Crawford, C. (2010). Lessons From The current Financial Crisis: Should Credit rating Agencies Be Re-Structured?. *Journal of business and Economics Research*, 8(7), 85-92.

Ressource électroniques

- Banking Senate (n.d.). Brief summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. En ligne http://www.banking.senate.gov/public/files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf (Consulté le 09.05.2015).
- Commission Européenne (2013). Des règles plus strictes pour les agences de notation de crédit vont entrer en vigueur. En ligne http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-555_fr.htm (Consulté le 09.05.2015).
- Commission Européenne (2014). *Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen*. En ligne <http://eurlex.europa.eu/legalcontent/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0248&from=FR> (Consulté le 10.05.2015).
- Commission Européenne (n.d.). *Banque et Finance*. En ligne http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_fr.htm (Consulté le 08.05.2015).
- Dictionnaire E-marketing (n.d.). *Piggyback*. En ligne <http://www.e-marketing.fr/Definitions-Glossaire/Piggyback-238530.htm> (Consulté le 03.05.2015).
- Europa. *Une meilleure surveillance des agences de notation de crédit*. En ligne http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn58/docs/supervision_fr.pdf (Consulté le 24.04.2015).
- European Central Bank (n.d.). *Glossary of Terms Related to Payment, Clearing and Settlement Systems*. En ligne <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/glossaryrelatedtopaymentclearingandsettlementsystems.pdf> (Consulté le 06.06.2015).
- FFSA (n.d.). *Risque de défaut souverain versus Risque pays vu par Standard & Poor's*. En ligne [https://www.ffsa.fr/webffsa/risques.nsf/html/Risques_88_0019.htm/\\$file/Risques_88_0019.htm](https://www.ffsa.fr/webffsa/risques.nsf/html/Risques_88_0019.htm/$file/Risques_88_0019.htm) (Consulté le 22.04.2015).
- Fimalac (n.d.). *Historique de Fitch-Ratings*. En ligne <http://www.fimalac.com/1992-2008.html> (Consulté le 20.04.2015)
- Investopedia (n.d.). *A Brief History of Credit Rating Agencies*. En ligne <http://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp> (Consulté le 20.04.2015).

- L'AGEFI (2013). *La régulation européenne sur les notations de titrisation doit être précise*. En ligne <http://www.agefi.fr/articles/la-regulation-europeenne-sur-les-notations-de-titrisation-doit-etre-precisee-1274705.html> (Consulté le 11.05.2015).
- La Libre (2011). *Fitch abaisse d'un cran la note des cinq principales banques grecques*. En ligne <http://www.lalibre.be/economie/actualite/fitch-abaisse-d-un-cran-la-note-des-cinq-principales-banques-grecques-51b8d6a4e4b0de6db9c2423e> (Consulté le 04.05.2015).
- Lalibre (2014). *Ukraine : Moody's abaisse la note, inquiète de « l'escalade » de la crise*. En ligne <http://www.lalibre.be/economie/actualite/ukraine-moody-s-abaisse-la-note-inquiete-de-l-escalade-de-la-crise-52ec2a833570d7514c2e3c3a> (Consulté le 22.04.2015).
- Lefigaro (2010). *La Fed enquête sur le rôle de Goldman Sachs en Grèce*. En ligne <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2010/02/26/04016-20100226ARTFIG00522-la-fed-enquete-sur-le-role-de-goldman-sachs-en-grece-.php> (Consulté le 28.04.2015).
- Lefigaro (2011). *Grèce : les banques dans le collimateur des agences*. En ligne <http://www.lefigaro.fr/societes/2011/05/24/04015-20110524ARTFIG00528-grece-les-banques-dans-le-collimateur-des-agences.php> (Consulté le 22.04.2015).
- Lefigaro (2011). *Grèce : pourquoi Moody's n'a rien vu venir*. En ligne <http://www.lefigaro.fr/mon-figaro/2011/12/09/10001-20111209ARTFIG00546-grece-pourquoi-moody-s-n-a-rien-vu-venir.php> (Consulté le 03.05.2015).
- Lefigaro (2013). *Les agences de notation décryptées*. En ligne <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2013/11/08/20002-20131108ARTFIG00293-les-agences-de-notation-decryptees.php> (Consulté le 02.05.2015).
- LeMonde, Emmanuel Zenou (2011). *Les agences de notation et le mythe de la transparence*. En ligne http://www.lemonde.fr/idees/article/2011/11/01/les-agences-de-notation-et-le-mythe-de-la-transparence_1596555_3232.html (Consulté le 25.04.2015).
- LeMonde, Patrick Jolivet (2010). *A quoi jouent les agences de notation ?*. En ligne http://www.lemonde.fr/idees/article/2010/05/10/a-quoi-jouent-les-agences-de-notation-par-patrick-jolivet_1348914_3232.html (Consulté le 25.04.2015).
- LePoint – Economie (2011). *Dettes souveraines : le pouvoir démesuré des agences de notation*. En ligne http://www.lepoint.fr/economie/dettes-souveraines-le-pouvoir-demesure-des-agences-de-notation-01-09-2011-1368860_28.php (Consulté le 02.05.2015).
- Les Affaires (2015). *« Subprimes » : Standard & poor's verse 1 milliard de dollar pour éviter un procès*. En ligne <http://www.lesaffaires.com/monde/amerique/subprime-standard-et-poor-s-verse-1-milliard-de-dollars-pour-eviter-un-proces/575464> (Consulté le 01.05.2015).

- LesEchos (2014). *Fitch passe sous contrôle de l'américain Hearst*. En ligne http://www.lesechos.fr/12/12/2014/lesechos.fr/0204013475349_fitch-passe-sous-le-controle-de-l-americaain-hearst.htm (Consulté le 20.04.2015).
- L'Express (2013). Grande Bretagne : *Osborne maintient le cap, la bourse ignore la perte du triple A*. En ligne http://lexpansion.lexpress.fr/actualites/1/actualite-economique/grande-bretagne-osborne-maintient-le-cap-la-bourse-ignore-la-perte-du-triple-a_1488453.html Consulté le 04.05.2015)
- L'Express (2013). *La dégradation de la note de la France par Standard and Poor's est-elle justifiée ?*. En ligne http://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/la-degradation-de-la-note-de-la-france-par-standard-and-poor-s-est-elle-justifiee_1371144.html (Consulté le 01.05.2015).
- L'Express (2015). *CAC40: en repli après la dégradation par S&P sur la Grèce*. En ligne http://votreargent.lexpress.fr/indices/cac40-en-repli-apres-la-degradation-par-s-p-sur-la-grece_1671921.html (Consulté le 04.05.2015).
- Libération (2012). « *Une dégradation totalement injustifiée* ». En ligne http://www.liberation.fr/economie/2012/01/13/une-degradation-totalement-injustifiee_788205 (Consulté le 01.05.2015).
- L.I.E.S.I : Lettre d'Informations Economiques Stratégiques Internationales (n.d.). *Petit Histoire des agences de notation*. En ligne <https://liesidotorg.wordpress.com/2012/09/15/petite-histoire-des-agences-de-notation/> (Consulté le 21.04.2015).
- L'Obs-Economie (2011). *La crise de la dette en 13 questions* par Hebert, D. En ligne <http://tempsreel.nouvelobs.com/economie/20110809.OBS8322/la-crise-de-la-dette-en-13-questions.html> (consulté le 29.04.2015).
- L'Obs-Economie (2010). *Moody's abaisse fortement la note de la Grèce*. En ligne <http://tempsreel.nouvelobs.com/economie/20100615.OBS5531/moody-s-abaisse-fortement-la-note-de-la-grece.html> (Consulté le 26.04.2015).
- Moody's (n.d.). *Moody's History: A Century of Market Leadership*. En ligne <https://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx> (consulté le 18.04.2015).
- Moody's Investors Service (2010). *Moody's downgrades Greece to Ba1 from A3, stable outlook*. En ligne https://www.moody's.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Ba1-from-A3-stable-outlook--PR_200910 (Consulté le 26.04.2015).
- Nations-Unies (2015). *ECOSOC: Experts et États débattent de l'impact des agences de notation sur le financement du développement durable*. En ligne <http://www.un.org/press/fr/2014/ecosoc6655.doc.htm> (Consulté le 11.05.2015).
- Parlement Européen (2010). *Projet de rapport sur les agences de notation de crédit. Perspectives d'avenir*. En ligne http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/econ/pr/840/840350/840350fr.pdf (Consulté le 01.05.2015).

- Reuters (2013). *U.S. government slams S&P with 5 billion fraud lawsuit*. En ligne <http://www.reuters.com/article/2013/02/05/us-mcgrawhill-sandp-civilcharges-idUSBRE9130U120130205> (Consulté le 01/05.2015).
- Reuter (2013). *Washington accuse S&P de fraude et réclame plus de 5 milliards*. En ligne <http://fr.reuters.com/article/businessNews/idFRPAE91406B20130205> (Consulté le 01.05.2015).
- Standard & Poor's (n.d.). *About Credit ratings: What Credit Ratings Are & Are Not*. En ligne http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/RatingsManual_PrintGuide.html (Consulté le 01.05.2015).
- Sénat français (n.d.). *Agences de notation : pour une profession réglementée (rapport)*. En ligne <http://www.senat.fr/rap/r11-598-1/r11-598-131.html> (Consulté le 24.04.2015)
- Sénat français (2012). *Comptes rendus de la MCI Agences de notation*. En ligne http://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20120312/mci_agences.html (Consulté le 24.04.2015 et le 08.05.2015)
- Standard & Poor's (n.d.). *A History of Standard & Poor's*. En ligne <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>. (Consulté le 18.04.2015).
- Standard & Poors : Page d'accueil (n.d.) http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home (Consulté le 23.04.2015)
- Trading Economic (2015). *Credit Ratng – Country –List*. En ligne <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating> (Consulté le 21.04.2015).
- Trends.be (2011). *Les agences de notation, des boucs émissaires commodes ?*. En ligne <http://trends.levif.be/economie/banque-et-finance/les-agences-de-notation-des-boucs-emissaires-commodes/article-normal-190181.html> (Consulté le 28.04.2015).
- The Wall Street Journal (2010). *Markets Take latest Greek Downgrade Calmly*. En ligne <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704324304575306794131831372> (Consulté le 04.05.2015).
- TV5MONDE (2012). *A quoi servent les agences de notation ?* En ligne <http://information.tv5monde.com/info/quoi-servent-les-agences-de-notation-3865> (Consulté le 04.05.2015).
- Yahoo News (2011). *Global stocks fall after US debt downgrade*. En ligne <http://news.yahoo.com/global-stocks-fall-us-debt-downgrade-104645005.html> (Consulté le 04.05.2015).

Annexes

Annexe 1 : Long-term issuer credit ratings

- AAA: An obligor rated 'AAA' has extremely strong capacity to meet its financial commitments. 'AAA' is the highest issuer credit rating assigned by Standard & Poor's.
- AA: An obligor rated 'AA' has very strong capacity to meet its financial commitments. It differs from the highest-rated obligors only to a small degree.
- A: An obligor rated 'A' has strong capacity to meet its financial commitments but is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than obligors in higher-rated categories.

- BBB: An obligor rated 'BBB' has adequate capacity to meet its financial commitments. However, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitments.
- BB, B, CCC, and CC: Obligors rated 'BB', 'B', 'CCC', and 'CC' are regarded as having significant speculative characteristics. 'BB' indicates the least degree of speculation and 'CC' the highest. While such obligors will likely have some quality and protective characteristics, these may be outweighed by large uncertainties or major exposures to adverse conditions.

- BB: An obligor rated 'BB' is less vulnerable in the near term than other lower-rated obligors. However, it faces major ongoing uncertainties and exposure to adverse business, financial, or economic conditions, which could lead to the obligor's inadequate capacity to meet its financial commitments.
- B: An obligor rated 'B' is more vulnerable than the obligors rated 'BB', but the obligor currently has the capacity to meet its financial commitments. Adverse business, financial, or economic conditions will likely impair the obligor's capacity or willingness to meet its financial commitments.

- CCC: An obligor rated 'CCC' is currently vulnerable, and is dependent upon favorable business, financial, and economic conditions to meet its financial commitments.
- CC: An obligor rated 'CC' is currently highly vulnerable.

- R: An obligor rated 'R' is under regulatory supervision owing to its financial condition. During the pendency of the regulatory supervision, the regulators may have the power to favor one class of obligations over others or pay some obligations and not others. Please

see Standard & Poor's issue credit ratings for a more detailed description of the effects of regulatory supervision on specific issues or classes of obligations.

- SD and D: An obligor rated 'SD' (selective default) or 'D' has failed to pay one or more of its financial obligations (rated or unrated) when it came due. A 'D' rating is assigned when Standard & Poor's believes that the default will be a general default and that the obligor will fail to pay all or substantially all of its obligations as they come due. An 'SD' rating is assigned when Standard & Poor's believes that the obligor has selectively defaulted on a specific issue or class of obligations but it will continue to meet its payment obligations on other issues or classes of obligations in a timely manner. A selective default includes the completion of a distressed exchange offer, whereby one or more financial obligation is either repurchased for an amount of cash or replaced by other instruments having a total value that is less than par. Please see Standard & Poor's issue credit ratings for a more detailed description of the effects of a default on specific issues or classes of obligations.

Source:

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1331219&SctArtId=257653&from=CM&ns1_code=LIME&sourceObjectId=5435305&sourceRevId=7&fee_ind=N&exp_date=20240818-02:07:33

Chaque agence de rating propose des nuances supplémentaires à son système de départ :

- Moody's stratifie davantage son échelle en associant aux catégories allant de Aa à Caa, les indices 1, 2 et 3 afin de déterminer la position exacte de chaque émetteur au sein de la catégorie à laquelle il appartient (1 : tête de catégorie, 2 : milieu de catégorie, 3 : fin de catégorie).
- S&P en fait autant avec l'adjonction des signes + et – aux catégories allant de AA à CCC afin de déterminer avec plus de précision la position relative d'un émetteur dans l'échelle des notes (+ : tête de catégorie, aucun : milieu de catégorie, – : fin de catégorie).
- Fitch applique aussi les nuances + et – aux catégories allant de AA à CCC (+ : tête de catégorie, aucun : milieu de catégorie, – : fin de catégorie).

Source :

Guessoum, Y. (2004). Evaluation du Risque Pays par les Agences de Rating : Transparence et Convergence des Méthodes. *Université de la Méditerranée*, 1-34.

Annexe 2

Le facteur économique

L'analyse historique des défauts souverains suggère qu'un État doté d'une économie de marché riche et diversifiée, génératrice de croissance équilibrée et durable, bénéficie d'une base de revenus et de marges de manœuvre budgétaires et monétaires plus importantes pour honorer ses engagements financiers.

L'évaluation du facteur économique se fonde principalement sur le niveau de revenus du pays, mesuré par le PIB par habitant, le potentiel de croissance de l'économie à travers les cycles économiques et la composition de cette croissance, ainsi que la diversité et la volatilité du tissu économique (ou, à l'inverse, les risques liés à une concentration excessive).

Le facteur institutionnel et politique

Ce facteur évalue dans quelle mesure la stabilité, l'efficacité et la transparence des institutions et des politiques publiques peuvent avoir un impact sur la capacité et la volonté d'un État à rembourser sa dette. Cette évaluation repose sur l'analyse de l'efficacité et du caractère prévisible des institutions et des processus de décision d'un État, de leur influence sur l'aptitude d'un État à assurer des finances publiques soutenables ainsi qu'une croissance économique équilibrée et à les maintenir, ou à les rétablir, en cas de crise. Ce facteur reflète également la nature et la fiabilité des informations publiées, et est soumis aux risques géopolitiques.

Pour l'appréciation de ce facteur purement qualitatif, Standard & Poor's se base sur sa propre analyse mais également sur des études effectuées par d'autres organismes tels que la Banque mondiale, Transparency International ou encore la Freedom House. Pour finir, il est important d'insister sur le fait qu'une agence de notation ne juge pas les choix politiques ou les mesures décidés par un gouvernement mais évalue leur impact possible au regard des équilibres budgétaires et des facteurs sur lesquels repose la qualité de crédit de l'État noté.

▪ Le facteur extérieur

Ce facteur analyse la situation d'un pays dans son ensemble (secteurs public et privé) par rapport au reste du monde, à travers l'étude de la balance des paiements. Il évalue la capacité d'un pays à générer des devises, notamment par ses exportations, pour honorer ses engagements extérieurs. Ce facteur repose sur l'analyse du statut de la devise d'un pays dans les transactions internationales, son actif ou passif par rapport au reste du monde, la performance de la balance courante et les besoins de financements extérieurs.

Le facteur budgétaire

Ce facteur repose sur l'analyse de quatre éléments : l'évolution prospective des soldes budgétaires, les perspectives d'évolution de la dette, en termes de stock et de coût, la flexibilité du budget de l'État ou à l'inverse les vulnérabilités pesant sur l'évolution des soldes budgétaires à moyen et long termes, et enfin les risques hors bilan, notamment ceux liés au secteur bancaire et aux garanties.

Le facteur monétaire

La politique monétaire peut permettre de limiter la détérioration de la qualité de crédit d'un État en période de crise, en contribuant à soutenir la croissance économique d'un pays de manière durable et en atténuant les effets de chocs économiques et financiers importants. L'analyse de la flexibilité monétaire examine la capacité de l'autorité monétaire à utiliser la politique monétaire comme outil dans les situations de crise, en particulier à travers le contrôle de la masse monétaire et des conditions de liquidité. Elle examine également la crédibilité de la politique monétaire, reflétée par la capacité à contrôler l'évolution de l'inflation, et enfin l'efficacité de la politique monétaire sur l'économie réelle.

Source :

[https://www.ffsa.fr/webffsa/risques.nsf/html/Risques_88_0019.htm/\\$file/Risques_88_0019.htm#n1](https://www.ffsa.fr/webffsa/risques.nsf/html/Risques_88_0019.htm/$file/Risques_88_0019.htm#n1)

Annexe 3 : Article 8 - Méthodes, modèles et principales hypothèses de notation

1. Les agences de notation de crédit publient les méthodes, modèles et principales hypothèses de notation qu'elles utilisent dans le cadre de leurs activités de notation de crédit, conformément à l'annexe I, section E, partie I, point 5.

2. Les agences de notation de crédit adoptent, mettent en œuvre et appliquent les mesures nécessaires pour veiller à ce que les notations de crédit qu'elles émettent soient fondées sur une analyse approfondie de toutes les informations dont elles disposent et qui sont pertinentes pour leur analyse au regard de leurs méthodes de notation. Elles adoptent toutes les mesures nécessaires pour garantir que les informations qu'elles utilisent aux fins de l'attribution d'une notation de crédit soient de qualité suffisante et proviennent de sources fiables.

3. 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.

4. Lorsqu'une agence de notation de crédit utilise une notation de crédit existante, établie par une autre agence de notation de crédit, concernant des actifs sous-jacents ou des instruments financiers structurés, elle ne refuse pas de noter une entité ou un instrument financier au motif qu'une portion de cette entité ou de cet instrument financier a déjà été notée par une autre agence de notation de crédit.

Les agences de notation de crédit consignent tous les cas dans lesquels, dans le cadre de leur processus de notation de crédit, elles s'écartent des notations de crédit existantes, établies par une autre agence de notation de crédit, concernant des actifs sous-jacents ou des instruments financiers structurés, et elles fournissent une justification de cette différence d'évaluation.

5. Les agences de notation de crédit assurent un suivi de leurs notations de crédit et elles réexaminent leurs notations de crédit et leurs méthodes de façon continue et au moins chaque année, en particulier lorsque interviennent des modifications substantielles qui pourraient avoir des incidences sur une notation de crédit. Elles mettent en place des procédures internes pour suivre l'impact de l'évolution de la conjoncture macroéconomique et des marchés financiers sur les notations de crédit.

6. Lorsqu'une agence de notation de crédit modifie les méthodes, modèles ou principales hypothèses de notation qu'elle utilise dans le cadre de ses activités de notation de crédit:

- a) elle publie immédiatement la gamme des notations de crédit qui en seront probablement affectées, en utilisant les mêmes moyens de communication que ceux qu'elle a utilisés pour diffuser les notations de crédit en question;
- b) elle réexamine les notations de crédit affectées dans les meilleurs délais, et au plus tard dans les six mois suivant la modification apportée, et, dans l'intervalle, elle place les notations de crédit en question sous observation; et
- c) elle procède à une nouvelle notation pour toutes les notations de crédit qui avaient été

fondées sur ces méthodes, modèles ou principales hypothèses de notation si, à la suite du réexamen, lesdites notations de crédit sont affectées par l'effet conjugué global des modifications apportées.

Source :

RÈGLEMENT (CE) N° 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. Article 8, page 12.

Annexe 4 : «III. Obligations supplémentaires relatives aux notations souveraines

Lorsqu'une agence de notation de crédit émet une notation souveraine ou des perspectives de notation correspondantes, elle fournit simultanément un rapport de recherche circonstancié expliquant tous les paramètres, hypothèses, limites et incertitudes ainsi que toute autre information dont il a été tenu compte pour établir cette notation souveraine ou ces perspectives de notation. Ce rapport est accessible au public, clair et aisément compréhensible.

Le rapport de recherche accessible au public qui accompagne une modification de la notation souveraine précédente ou les perspectives de notation correspondantes comprend au moins les éléments suivants:

- a) une évaluation détaillée des modifications des hypothèses quantitatives qui ont motivé la modification de la notation, ainsi que leur pondération. Cette évaluation détaillée devrait comprendre une description des éléments suivants: revenu par habitant, croissance du PIB, inflation, solde budgétaire, solde extérieur, dette extérieure, un indicateur de développement économique, un indicateur de défaut et tout autre facteur pertinent pris en compte. Elle précise en outre la pondération de chaque facteur;
- b) une évaluation détaillée des modifications des hypothèses qualitatives qui ont motivé la modification de la notation, ainsi que leur pondération;
- c) une description détaillée des risques, limites et incertitudes relatives au changement de notation; et
- d) un résumé du compte rendu de la réunion du comité de notation qui a décidé de la modification de la notation.

3. Sans préjudice de l'annexe I, section D, partie I, point 3, lorsqu'une agence de notation de crédit émet des notations souveraines ou des perspectives de notations correspondantes, elle ne les publie, conformément à l'article 8 *bis*, qu'après la clôture, selon leur horaire, des marchés réglementés et au moins une heure avant leur ouverture.

4. Sans préjudice de l'annexe I, section D, partie I, point 5, conformément auquel, au moment d'annoncer une notation de crédit, une agence de notation de crédit est tenue d'expliquer dans ses communiqués de presse ou ses rapports les principaux facteurs sous-tendant la notation de crédit, et quoique les politiques nationales puissent servir de facteur sous-tendant une notation souveraine, les notations souveraines ou les perspectives de notation ne contiennent pas de recommandations, de prescriptions ou d'orientations de politique à l'intention d'entités notées, y compris des États ou des autorités régionales ou locales d'un État.»

Source :

RÈGLEMENT (UE) N° 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, annexe I, page 27.

Annexe 5

Un réseau intégré

Un réseau intégré aurait une portée plus large et impliquerait une coopération plus approfondie. La Commission a examiné, en association avec les représentants de petites agences de notation de crédit, différents domaines qui pourraient être couverts.

Il ressort de cet examen qu'un réseau intégré serait susceptible d'apporter une valeur ajoutée sur les aspects suivants: développement d'une plateforme commune de données pour les informations sous-jacentes aux notations; élaboration et utilisation de méthodes communes; échange de connaissances spécialisées et des meilleures pratiques sur un large éventail de sujets tels que les contrôles internes, l'information des investisseurs, la communication, les méthodologies et le respect de la législation.

Toutefois, les avis des agences de notation de crédit de petite taille semblent mitigés en ce qui concerne la création d'un réseau de ce type. Lors de la table ronde organisée par la Commission, seule une minorité de participants se sont prononcés en faveur d'un réseau intégré tel que décrit ci-dessus et présenté par la Commission pour examen dans un premier temps.

L'analyse de l'option d'un réseau intégré a également révélé qu'un certain nombre d'obstacles pourraient empêcher les petites agences de notation de crédit de créer un réseau fondé sur une coopération renforcée. Tout d'abord, elles ont souvent des modèles économiques et des objectifs très distincts, ce qui rend difficile l'intégration d'un si grand nombre d'intervenants au sein d'un même réseau. Par ailleurs, elles mènent leurs activités dans différents créneaux du marché et appliquent des méthodes et des stratégies divergentes en termes de portée géographique. Il serait donc difficile de créer un réseau qui corresponde à leurs besoins. Les petites agences de notation de crédit qui évoluent dans un environnement concurrentiel estiment aussi qu'il est difficile de faire partie d'un réseau où certains concurrents opèrent sur le même segment géographique ou de marché. Par conséquent, les parties intéressées ont fait valoir que la constitution de réseaux (notamment de réseaux constitués d'un nombre limité de petites agences de notation de crédit) devrait résulter de l'action des forces du marché, plutôt que d'une institution formelle par la Commission européenne.

En outre, la création d'un tel réseau intégré à ce stade pourrait être considérée comme un investissement important sans retour sur investissement clairement visible. Dès lors, la mise en place de réseaux d'agences de notation de crédit destinés à opérer en tant qu'entités distinctes sur le marché ne se justifie pas d'un point de vue économique pour le moment. La mise en place d'un régime spécial pour les réseaux permettant aux agences de s'enregistrer auprès de l'AEMF sous un nouveau nom de réseau tout en conservant leur dénomination individuelle pourrait toutefois faciliter ce processus. Le régime réglementaire actuel permet la mise en place de réseaux, mais à condition que leurs membres utilisent une dénomination unique. Ce régime spécial pourrait faciliter l'établissement de réseaux *ad hoc* par plusieurs agences de notation de crédit mettant des ressources en commun afin d'émettre des notations pour des catégories ou des zones géographiques spécifiques.

Enfin, il existe le risque qu'un réseau intégré de ce type favorise les pratiques anticoncurrentielles. Cela s'opposerait aux objectifs de l'Union européenne de promouvoir la diversité dans le secteur de la notation. En outre, il faudrait veiller au respect, en toutes

circonstances, du droit européen de la concurrence. La portée et le type d'échange d'informations devraient respecter pleinement l'article 101 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

La mise en place d'un réseau totalement intégré de petites agences de notation de crédit requerrait, de la part de la Commission européenne, un important financement et un suivi correspondant afin d'assurer le bon démarrage du projet. En fonction de la portée du réseau, le coût, établi sur base de la participation de 15 agences de notation de crédit, serait de 900 000 à 1 950 000 EUR par an.

S'il était décidé de poursuivre une telle initiative, celle-ci pourrait s'inscrire dans l'un des deux programmes faisant partie du cadre financier pluriannuel 2014-2020. Plus précisément, les programmes «Horizon 2020» ou «COSME» pourraient couvrir cette initiative. Afin que le financement donne les résultats attendus, les intervenants du secteur devraient s'impliquer fortement dans l'élaboration de la demande de projet qui serait soumise à l'un de ces programmes de l'UE et qui devrait décrire clairement sa portée et sa nature. L'octroi d'un tel financement est subordonné à l'évaluation positive de la proposition de projet par les services compétents de la Commission, conformément aux exigences légales applicables à ces demandes. Un tel projet financé par l'UE exigerait également un suivi de la part de la Commission européenne en ce qui concerne la soumission de la demande de financement et l'exécution du projet. En outre, la Commission était également tenue d'évaluer, dans le présent rapport, les risques de conflit d'intérêts susceptibles de naître d'un soutien financier ou non financier en faveur de chaque option. Cette évaluation n'a pas été effectuée en ce qui concerne cette option en particulier, celle-ci ayant été rejetée en raison des différents obstacles relevés ainsi que des problèmes de concurrence au sujet des informations qui pourraient être échangées. Cette analyse n'a été effectuée que pour l'option privilégiée.

Un réseau coopératif

La création d'un réseau coopératif a été évaluée comme une alternative au réseau intégré décrit ci-avant. Un tel réseau impliquerait une coopération plus légère. . Il pourrait prendre la forme d'un forum pour les petites agences de notation de crédit, lequel permettrait la mise en place d'une structure pour des échanges et une coopération réguliers entre les agences.

L'analyse visait à démontrer dans quelle mesure ce forum pourrait faire avancer les questions intéressant les petites agences de notation de crédit et leur permettre d'échanger des informations et les meilleures pratiques, en particulier en ce qui concerne les difficultés potentielles liées à la mise en œuvre du règlement ANC III et les enjeux stratégiques d'importance commune. Une évaluation a aussi été réalisée pour déterminer si un tel forum pouvait contribuer à réduire les barrières à l'entrée et à favoriser la croissance des petites agences de notation de crédit, comme présenté au point 3, en contribuant à l'évaluation de l'incidence des dispositions du règlement ANC III et, potentiellement, en identifiant d'autres moyens/outils à mettre en œuvre dans ce domaine. Il a également été examiné si un réseau coopératif serait utile pour trouver de nouveaux moyens de faciliter la divulgation d'informations par les émetteurs aux agences de notation de crédit en vue de simplifier l'émission de notations de crédit non sollicitées portant sur des entreprises émettrices, et notamment des petits émetteurs. Les travaux de ce réseau pourraient également comprendre des discussions sur la suppression des obstacles à la croissance transfrontière des petites agences de notation de crédit en ce qui concerne les pays hors UE.

La Commission pourrait participer aux travaux du réseau, par exemple en établissant l'ordre du jour et en présidant les réunions. Ainsi, le réseau coopératif pourrait également faciliter le dialogue réglementaire entre les petites agences de notation de crédit et la Commission européenne. Ce dialogue permettrait à la Commission de rester informée des éventuels problèmes auxquels font face les petites agences de notation de crédit, et serait utile pour l'élaboration des rapports ultérieurs que la Commission devra présenter en vertu du règlement ANC III. Plus précisément, ce règlement prévoit que la Commission évalue l'obligation de recourir, sur la base du principe «appliquer ou expliquer», à une petite agence de notation de crédit en cas d'utilisation de plus d'une agence de notation, l'opportunité d'étendre la règle de notation à d'autres instruments, et la nécessité d'autres initiatives pour promouvoir la concurrence sur le marché de la notation.

Lors de la réflexion sur le fonctionnement d'un éventuel réseau, il a également été analysé comment la portée et la nature de la coopération pourraient être élargies et approfondies. Cela permettrait au réseau d'évoluer au fil du temps selon les besoins. À cet égard, le réseau pourrait viser à identifier les obstacles potentiels au renforcement de la coopération entre petites agences de notation de crédit et à formuler des propositions en vue de surmonter ces obstacles. Toutefois, comme cela a déjà été mentionné au point précédent, le droit européen de la concurrence devrait être respecté dans tous les cas.

Il ressort des discussions avec les petites agences de notation de crédit qu'elles ne semblent pas entièrement opposées à l'idée d'un réseau coopératif, mais qu'elles souhaitent surtout entretenir un dialogue réglementaire continu avec la Commission afin de discuter d'une réglementation proportionnée qui tienne compte des spécificités des petites agences de notation.

En ce qui concerne le format des réunions, le réseau pourrait se réunir en séance plénière, tandis que des groupes de travail pourraient être constitués pour se concentrer sur certaines questions et présenter un rapport en plénière.

Le soutien financier nécessaire pour mettre en place le réseau coopératif se limiterait à l'organisation de réunions. La Commission pourrait gérer les aspects organisationnels et logistiques de ce forum.

Source :

RAPPORT DE LA COMMISSION AU CONSEIL ET AU PARLEMENT EUROPÉEN sur la possibilité de créer un réseau de petites agences de notation de crédit, pages 5 à 8.