

INSTITUT
MONTAIGNE

The background of the lower half of the cover is a dark blue grid with glowing blue and green lines representing a financial chart. A hand holding a black pen is visible on the right side, with the pen tip pointing towards the chart lines.

Remettre la notation financière à sa juste place

Norbert GAILLARD

ÉTUDE JUILLET 2012

L'Institut Montaigne est un laboratoire d'idées - *think tank* - créé fin 2000 par Claude Bébéar et dirigé par Laurent Bigorgne. Il est dépourvu de toute attache partisane et ses financements, exclusivement privés, sont très diversifiés, aucune contribution n'excédant 2 % de son budget annuel. En toute indépendance, il réunit des chefs d'entreprise, des hauts fonctionnaires, des universitaires et des représentants de la société civile issus des horizons et des expériences les plus variés. Il concentre ses travaux sur trois axes de recherche :

Cohésion sociale :

École primaire, enseignement supérieur, emploi des jeunes et des seniors, modernisation du dialogue social, diversité et égalité des chances, logement.

Modernisation de l'action publique :

Réforme des retraites, justice, santé, protection sociale.

Compétitivité :

Fiscalité, création d'entreprise, énergie, pays émergents, financement des entreprises, propriété intellectuelle, transports.

Grâce à ses experts associés (chercheurs, praticiens) et à ses groupes de travail, l'Institut Montaigne élabore des propositions concrètes de long terme sur les grands enjeux auxquels nos sociétés sont confrontées. Il contribue ainsi aux évolutions de la conscience sociale. Ses recommandations résultent d'une méthode d'analyse et de recherche rigoureuse et critique. Elles sont ensuite promues activement auprès des décideurs publics.

À travers ses publications et ses conférences, l'Institut Montaigne souhaite jouer pleinement son rôle d'acteur du débat démocratique.

L'Institut Montaigne s'assure de la validité scientifique et de la qualité éditoriale des travaux qu'il publie, mais les opinions et les jugements qui y sont formulés sont exclusivement ceux de leurs auteurs. Ils ne sauraient être imputés ni à l'Institut, ni, a fortiori, à ses organes directeurs.

*Il n'est désir plus naturel
que le désir de connaissance*

INSTITUT
MONTAIGNE



L'AUTEUR

Norbert Gaillard est économiste et consultant indépendant.

Diplômé de l'École de Management de Lyon et de Sciences Po Paris, il est docteur en économie. Sa thèse, rédigée à Sciences Po Paris et à l'université de Princeton, portait sur les méthodologies de notation souveraine. Il a été consultant pour l'International Finance Corporation (IFC), l'État de Sonora (Mexique), l'OCDE et la Banque mondiale.

Ses derniers articles de recherche sont : « Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? » (*Revue d'Économie Financière*, N° 101, 2011) et « Error is Human: Rating Agencies and the Interwar Foreign Government Debt Crisis » (rédigé avec Marc Flandreau et Frank Packer ; *European Review of Economic History*, Vol.15, N° 3, 2011).

Il est l'auteur de deux ouvrages : *Les agences de notation* (La Découverte, collection Repères, 2010) et *A Century of Sovereign Ratings* (Springer, 2011).

Remettre la notation financière à sa juste place

par Norbert Gaillard

SOMMAIRE

Introduction et propositions	5
Chapitre I : Les raisons de la « toute-puissance » des agences de notation	9
1.1. : Naissance et essor de la notation financière.....	9
1.2. : Le rôle de « quasi-régulateur » des agences de notation	13
1.3. : Une industrie oligopolistique	14
1.4. : Une industrie au <i>business model</i> très rémunérateur.....	16
Chapitre II : Les limites de la notation financière	19
2.1. : Une incapacité à anticiper les crises de dette.....	19
2.2. : Des performances contrastées selon les secteurs	24
2.3. : Les raisons de ces échecs	28
Chapitre III : État des lieux des législations et réglementations actuellement en vigueur	33
3.1. : Le cadre réglementaire et législatif américain	33
3.2. : Le cadre réglementaire et législatif européen	35

Chapitre IV : Quelles réformes pour l'industrie de la notation ?	39
4.1. : « Se désintoxiquer » de la notation financière	39
4.2. : La lutte contre les conflits d'intérêts	41
4.3. : L'encadrement de l'activité des agences	43
4.4. : La stimulation de la concurrence.....	44
4.5. : Les mesures spécifiques à certaines classes d'actifs.....	45
Conclusion	49
Références bibliographiques	51
Remerciements	53

INTRODUCTION ET PROPOSITIONS

Apparue au début du 20^e siècle aux États-Unis afin de faciliter l'analyse du risque crédit, la notation financière occupe aujourd'hui une place centrale dans le fonctionnement des marchés financiers. Son développement accéléré à partir des années 1970 est révélateur des mutations du capitalisme depuis 40 ans : boom des obligations *Corporate*, libéralisation des mouvements de capitaux, accroissement rapide des besoins de financement des États. Enfin, l'essor des jeunes entreprises du secteur *high-tech* et le développement de la titrisation ont achevé de consolider une industrie de la notation dominée par trois acteurs : Fitch, Moody's et Standard & Poor's. Ces trois agences ont réalisé en 2011 une marge opérationnelle comprise entre 31 % et 41 % – profits exceptionnels confortés par trois facteurs :

- le rôle de « quasi-régulateur » des agences de notation, les réglementations financières se référant directement aux notations des agences pour imposer aux investisseurs la qualité des titres qu'ils peuvent acheter ou détenir ;
- la situation oligopolistique de ces agences qui concentrent à elles trois 97 % de parts de marché au niveau mondial ;
- un modèle économique fondé sur le principe d'émetteur-payeur.

Les crises récentes (la crise asiatique de 1997-1998 et la crise financière que nous traversons depuis 2007) ont mis en lumière les limites du rôle des agences voire les effets pro-cycliques de leur activité. Aux États-Unis, les enquêtes diligentées par le régulateur en 2008 puis par le Sénat en 2011 ont pointé l'opacité des méthodologies et des processus de notation, les défaillances des procédures d'audit interne et l'existence de conflits d'intérêts inhérents au modèle émetteur-payeur. La loi « Dodd-Frank » de juillet 2011 est en partie consacrée à l'encadrement de l'activité des agences. De même, l'Europe est-elle en train de se doter d'une réglementation cohérente et ambitieuse dans ce domaine.

Cette étude retrace l'histoire de la notation financière depuis la publication des premières fiches d'analyse de risque par John Moody en 1909 jusqu'à la crise actuelle des dettes souveraines européennes. Elle présente une analyse détaillée du fonctionnement des agences et des conséquences de leur activité. Elle fait, enfin, un point précis sur la réglementation en cours d'élaboration en Europe, réglementation dont l'Institut Montaigne soutient ou suggère de renforcer six propositions fondamentales :

Proposition 1 : sortir la notation de la réglementation financière

La proposition de règlement européen qui entend obliger les principaux régulateurs européens, tels que l'Autorité Bancaire Européenne et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF), à procéder, d'ici au 31 décembre 2013, aux retraits des notations des réglementations financières constitue une mesure indispensable pour se désintoxiquer de la notation.

Proposition 2 : ré-internaliser l'analyse du risque

La seule alternative crédible à la notation passe par le développement de systèmes de *scorings* au sein des grands établissements de crédit et compagnies d'assurance. Ces *scorings* à usage interne supplanteraient le recours aux notes d'agences. Les régulateurs nationaux seraient chargés de vérifier qu'ils ne sont pas des extrapolations des notations financières mais qu'ils reposent bien sur des modèles robustes et indépendants, pouvant incorporer non seulement le risque de crédit, mais également les autres types de risque (liquidité, change, contrepartie, etc.).

Proposition 3 : instaurer une plateforme de notation

L'instauration d'une plateforme au sein de l'AEMF qui aurait pour mission de compiler les informations relatives aux émetteurs de dette (instruments notés, *ratings*, changements de note et de perspective survenus avec les dates) est positive. Elle offrirait aux émetteurs et aux investisseurs une vue d'ensemble des actions engagées par les diverses agences enregistrées. Les parlementaires européens pourraient cependant se montrer encore plus ambitieux en permettant à l'AEMF de comparer les notes des agences entre elles et en comparant leurs performances.

Proposition 4 : lutter efficacement contre les conflits d'intérêts entre les agences et leurs actionnaires

S'agissant des investisseurs qui sont simultanément au capital de deux agences de notation, il serait pertinent d'exiger des agences qu'elles publient, dans leurs rapports annuels par exemple, la liste de leurs vingt premiers actionnaires ou la liste des actionnaires détenant au moins 1 % de leur capital (et non 5 % comme le propose actuellement la Commission), ainsi que les participations de leurs actionnaires de référence dans les entités qu'elles notent.

Proposition 5 : donner à l'AEMF un droit de regard sur les moyens des agences

Les législateurs européens devraient être plus vigilants en ce qui concerne les effectifs des agences. Aux États-Unis, les enquêtes de la *Securities and Exchange Commission* et les auditions conduites par le Sénat américain ont prouvé que les

agences sont en situation de sous-effectif chronique. Entre 2002 et 2006, Moody's a augmenté ses effectifs en charge de la notation des CDOs de 24 % alors que le nombre de CDOs notés connaissait un bond de 700 %. Par conséquent, il conviendrait que l'AEMF surveille de près l'évolution des moyens affectés pour chaque classe d'actifs et signale les cas où le risque de sous-effectif est susceptible d'entamer la qualité des *ratings*.

Proposition 6 : instaurer une publicité des infractions constatées

Le législateur européen souhaite instaurer une responsabilité civile des agences : les infractions relatives au non-respect des règles de lutte contre les conflits d'intérêts, de transparence, ou encore l'absence de notification et de révision d'une note suite à la découverte d'une erreur de méthodologie constituent des fautes qui devraient ouvrir la voie à des recours de la part des investisseurs. A cette mesure, inadéquate et peu réaliste, nous préférons l'institution d'une obligation de publicité la plus large possible (une annonce dans un organe de presse économique dans chaque pays où l'agence est présente), aux frais de l'agence, des infractions qui seraient relevées par l'AEMF.

CHAPITRE I

LES RAISONS DE LA « TOUTE-PUISSANCE » DES AGENCES DE NOTATION

1.1 NAISSANCE ET ESSOR DE LA NOTATION FINANCIÈRE

La notation financière est apparue aux États-Unis en 1909. À l'époque, l'afflux croissant de titres obligataires sur le marché new-yorkais rend de plus en plus difficile l'analyse du risque de crédit. John Moody, journaliste spécialisé dans les questions financières, est conscient des difficultés croissantes des investisseurs. Il a alors l'idée de publier des fiches de renseignements économiques, commerciaux et financiers sur les entreprises cotées, et d'ajouter une note qui mesure le risque de défaut de paiement¹. Ces fiches sont compilées dans de volumineux manuels qui sont vendus aux établissements de crédit, fonds d'investissement et investisseurs particuliers américains. Les notations (ou *ratings*) vont de triple-A pour les obligations jugées les plus sûres à C pour celles qui sont en défaut de paiement. La catégorie investissement (ou *investment grade*) regroupe les titres notés triple-A, double-A, simple-A et triple-B. Les titres notés double-B et en-deçà sont eux considérés comme spéculatifs.

Le développement du marché obligataire new-yorkais au cours des années 1910-1920² profite directement à la notation financière. Le premier manuel de Moody's sorti en 1909 compte 550 pages. Vingt ans plus tard, l'agence publie quatre volumes distincts pour les principales classes d'actifs (chemins de fer, industrie, *public utility* et titres des émetteurs souverains et des collectivités locales) qui totalisent près de 7 500 pages. Assez rapidement, Moody's voit surgir trois concurrents sérieux : Standard Statistics, Poor's, et Fitch. La Grande Dépression porte évidemment un coup sévère aux agences : le chiffre d'affaires de Moody's chute de plus de 90 % entre 1929 et 1931³ tandis que le dépôt de bilan de Poor's en 1933 préfigure déjà son absorption par Standard Statistics en 1941⁴.

¹ Depuis l'origine, les notations financières mesurent le risque de défaut de paiement, ou risque d'insolvabilité, de l'émetteur. Elles ne constituent en aucun cas des indicateurs du risque de liquidité.

² Entre 1914 et 1928, les émissions *Corporate* américaines, d'une part, et les émissions de titres souverains, sub-souverains et *Corporate* étrangers, d'autre part, augmentent respectivement de 150 % et de 5 340 %, passant de 1,2 à 3 milliards et de 27 millions à 1,5 milliard de dollars.

³ Moody's, *Rapport annuel 1929* et *Rapport annuel 1931*.

⁴ Cette fusion donne naissance à Standard & Poor's (S&P), détenu par l'éditeur américain McGraw-Hill depuis 1966.

Les barrières aux mouvements de capitaux mises en place dès les années 1930, la Seconde Guerre mondiale, puis le retour à la croissance économique au cours des décennies 1950 et 1960, fondé sur l'interventionnisme étatique et l'intermédiation bancaire, rendent superflu tout recours aux marchés financiers et freinent l'activité des agences. Il faut attendre la fin des années 1970 pour assister à un renouveau de la notation financière.

Tout d'abord, la hausse du taux d'inflation et les performances décevantes du marché des actions incitent de nombreux investisseurs à rechercher des produits financiers plus rémunérateurs. La banque Drexel Burnham Lambert saisit cette opportunité en 1977 pour se spécialiser dans l'origination d'obligations ayant des notations relativement basses mais offrant des rendements élevés. Ces « obligations à haut rendement » connaissent un grand succès : le montant de leurs émissions passe en effet de 1,1 milliard de dollars en 1977 à 24,2 milliards de dollars en 1989⁵. Ce « boom » du marché obligataire *Corporate* redynamise la notation financière : Moody's voit par exemple le nombre de ses émetteurs notés dans la catégorie spéculative augmenter de près de 240 % durant la décennie 1980, alors que leur nombre avait stagné depuis les années 1950.

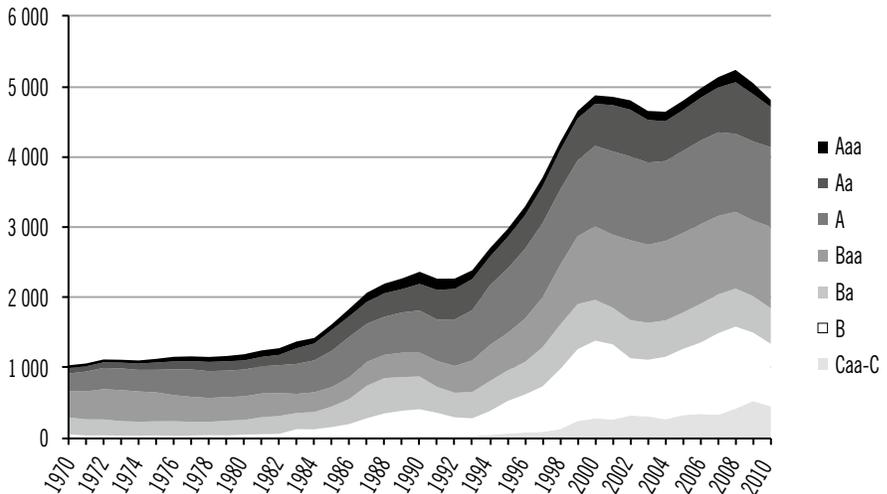
Ensuite, la libéralisation progressive des mouvements de capitaux au fil des années 1980 et 1990 contribue à augmenter le nombre de notes attribués à des entreprises non américaines. Moins de 50 sociétés européennes étaient notées par Moody's en 1985 ; elles sont près de 1 000 en 2000 et 1 300 en 2010. Dans le même temps, les besoins de financement croissants des États industrialisés et émergents contraignent les gouvernements à abandonner lesancements de grands emprunts publics et à opter pour des supports d'endettement facilement échangeables sur les marchés financiers domestiques et internationaux. Ces titres obligataires souverains sont à leur tour notés par les grandes agences. Le nombre d'États notés par S&P passe ainsi de 12 en 1981 à 31 en 1991, 87 en 2001 et 126 en 2011.

C'est enfin la mutation du capitalisme américain durant les décennies 1990 et 2000 qui renforce la prospérité des agences de notation. Deux raisons à cela : l'essor des jeunes entreprises du secteur *high-tech* qui aboutit au doublement du nombre de *Corporate* notés entre 1993 et 2000 (graphique 1) et le développement de la titrisation qui conduit au décaplement du nombre de produits structurés entre

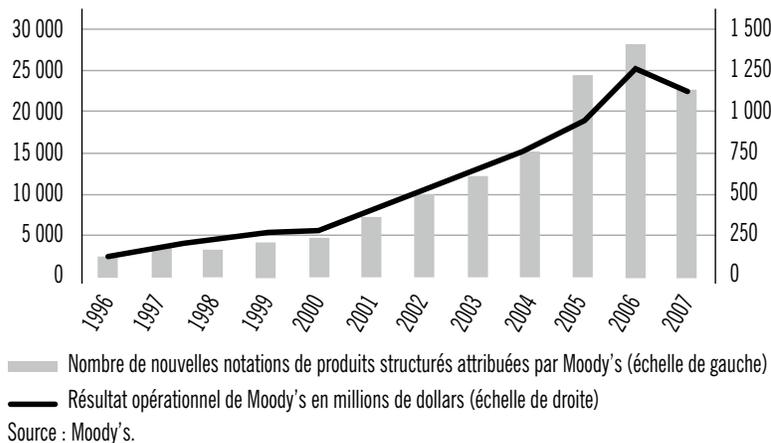
⁵ Se reporter à Blume M. E., Keim D. B. et Patel S. A. (1991), « Returns and volatility of low-grade bonds, 1977-1989 », *Journal of Finance*, vol.46, n°1.

1996 et 2007. C'est d'ailleurs ce dernier segment d'activité qui permet aux agences d'accroître leurs bénéfices (graphique 2)⁶.

Graphique 1 : distribution des émetteurs de dette du secteur Corporate notés par Moody's selon leur catégorie de note



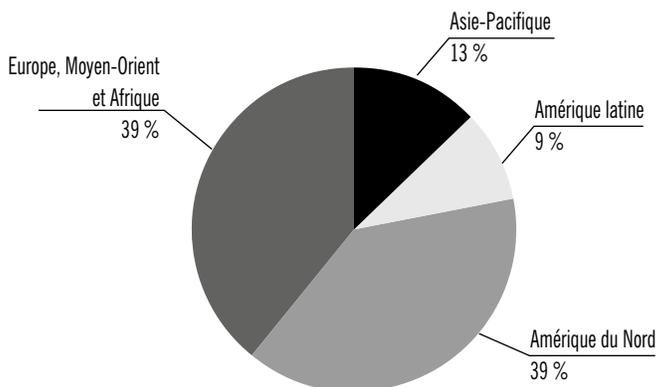
Graphique 2 : des profits tirés par le segment « financements structurés »



⁶ En 2006-2007, le segment « financements structurés » était le premier contributeur aux bénéfices des trois agences.

La « re-globalisation » financière qui a débuté dans les années 1980 a profondément bouleversé l'industrie de la notation. Durant près de sept décennies, ce business était essentiellement américain : des analystes américains basés aux États-Unis établissaient des diagnostics sur les entreprises et les collectivités locales américaines afin de renseigner les investisseurs américains. Ce panorama a considérablement évolué depuis trente ans. Fitch, Moody's et S&P ont ouvert des bureaux en Europe, au Japon et dans les principaux pays émergents pour y noter de plus en plus d'émetteurs de dette. En 2011, l'agence Fitch⁷ a réalisé plus de 60 % de son chiffre d'affaires en dehors des États-Unis (graphique 3).

Graphique 3 : répartition géographique du chiffre d'affaires 2011 de Fitch Rating



L'internationalisation de l'activité des agences a également accru leurs profits. Leurs marges opérationnelles ont atteint des sommets (tableau 1), dépassant celle d'une société comme Hermès, traditionnellement présentée comme un exemple de profitabilité⁸.

⁷ Fitch est détenu majoritairement par le groupe Fimalac.

⁸ Le groupe de luxe a réalisé une marge opérationnelle de 31,2 % en 2011.

Tableau 1 : performances financières des trois grandes agences de notation

Données 2011	Chiffre d'affaires (en millions de dollars)	Résultat opérationnel (en millions de dollars)	Marge opérationnelle (en %)
Fitch	732,7	227,0	31,0
Moody's	2 280,7	888,4	39,0
S&P	1 767,0	719,0	40,7

Sources : *Rapports annuels 2011 de Fimalac, Moody's et McGraw-Hill.*

La pérennité de la notation financière dépend fondamentalement du dynamisme des marchés de capitaux ; mais les profits exceptionnels enregistrés par Fitch, Moody's et S&P ces dernières années ont trois autres origines bien spécifiques.

1.2. LE RÔLE DE « QUASI-RÉGULATEUR » DES AGENCES DE NOTATION

L'une des principales sources de profits et de pouvoir des agences tient à l'usage qui est fait des notations financières. Dès 1909, les investisseurs ont utilisé les *ratings* pour déterminer leurs arbitrages sur les marchés. Fait plus remarquable, les régulateurs ont très tôt pris en compte les notations pour établir certaines règles prudentielles.

La première réglementation intégrant les notations des agences apparaît en septembre 1931, à l'initiative de l'*Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*, principal régulateur américain à l'époque. Edictée à un moment où le marché obligataire américain est en plein marasme, cette réglementation prévoit que toute banque américaine doit désormais valoriser les titres qu'elle détient en portefeuille en fonction de leur notation. Les obligations d'État américaines et les titres émis par les collectivités locales situées aux États-Unis (quel que soit leur *rating*), ainsi que toutes les autres obligations notées en catégorie investissement sont comptabilisés dans les bilans à leur valeur nominale. En revanche, les titres notés en catégorie spéculative sont valorisés en fonction du prix du marché, ce qui implique une

décote. Ce nouveau texte vient consacrer une pratique déjà répandue au sein des banques américaines⁹.

Au cours des années suivantes, l'usage des notations dans les réglementations financières va s'étendre. Celles-ci sont susceptibles de prendre plusieurs formes. Il peut s'agir de normes qui :

- obligent un émetteur de dette à se faire noter préalablement à toute émission obligataire ;
- imposent à des institutions financières des exigences en fonds propres d'autant plus élevées que les titres qu'elles ont en portefeuille ont des notations basses ;
- limitent, voire interdisent l'achat ou la détention de titres notés en dessous d'un certain *rating*¹⁰.

La vague de réglementations incorporant les notations financières s'étend aux États européens, asiatiques et latino-américains à partir des années 1990 et contribue à faire des agences de notation des « quasi-régulateurs ». Cette logique de *delegated monitoring*, qui a progressivement déresponsabilisé les investisseurs et les régulateurs et installé les agences dans une situation de rente, est d'autant plus dangereuse que les firmes qui font autorité sont très peu nombreuses.

1.3. UNE INDUSTRIE OLIGOPOLISTIQUE

L'industrie de la notation financière est fortement concentrée depuis ses débuts. Durant l'entre-deux-guerres, seules quatre agences sont parvenues à acquérir une renommée certaine : Moody's, Fitch, Poor's et Standard Statistics¹¹. Après la fusion de ces deux dernières sociétés qui donne naissance à S&P, le marché de la notation financière va demeurer entre les mains de trois agences.

En 1975, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) instaure le label NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) qui dresse la liste des agences dont les notations sont susceptibles d'être utilisées dans les réglementations financières. À l'origine, seules Moody's, S&P et Fitch sont agréées. Par la suite, les

⁹ Osterhus G. (1931), « Flaw-tester for bond lists », *American Bankers Association Journal*, août.

¹⁰ Pour une analyse exhaustive, se reporter à Banque des Règlements Internationaux (2009).

¹¹ Conclusion fondée sur le passage en revue des articles parus dans le *Wall Street Journal*.

rare petites agences qui obtiennent cet agrément (Duff & Phelps en 1982 ; Mac Carthy, Crisanti & Maffei en 1983 ; IBCA en 1990 ; Thomson BankWatch en 1991) sont toutes rachetées par S&P ou Fitch, de sorte que, après avoir atteint un pic en 1991, le nombre d'agences « labélisées NRSRO » chute durant les années 1990. En 2000, Fitch, Moody's et S&P sont à nouveau les seules agences à faire partie de ce « club de privilégiés ». Il faut attendre le *Credit Rating Agency Reform Act* voté aux États-Unis en 2006 et censé stimuler la concurrence au sein du secteur de la notation financière pour voir le nombre d'agences agréées augmenter sensiblement. En septembre 2011, dix agences avaient ce statut NRSRO. Cependant, le poids de ces différents acteurs est très inégal : Fitch, Moody's et S&P concentrent en effet à eux trois 97 % de parts de marché au niveau mondial (tableau 2). Que dire de leurs concurrents ?

**Tableau 2 : nombre de notes attribuées par les agences
ayant l'agrément NRSRO en septembre 2011**

Agences	Institutions financières	Compagnies d'assurance	Entreprises	Obligations adossées à des actifs	Obligations d'émetteurs publics	Total
A.M. Best	N.E.	5 062	2 043	54	N.E.	7 159
DBRS	14 941	156	3 863	10 091	13 533	42 584
Egan-Jones	89	47	877	13	19	1 045
Fitch	61 550	1 657	13 385	64 535	363 897	505 024
JCR	159	30	495	N.E.	52	736
Kroll	16 515	48	1 002	0	59	17 624
Moody's	61 581	4 540	30 285	101 546	841 235	1 039 187
Morningstar	N.E.	N.E.	N.E.	8 322	N.E.	8 322
R&I	503	48	2 836	N.E.	1 031	4 418
S&P	54 000	8 200	44 500	117 900	965 900	1 190 500
Total	209 338	19 788	99 286	302 461	2 185 726	2 816 599

Source : US SEC (2011).

Note : N.E. (non enregistré) signifie que l'agence n'est pas agréée pour le type d'actif en question. R&I a décidé de ne plus avoir l'agrément NRSRO en octobre 2011.

JCR (*Japan Credit Rating*) et R&I (*Rating and Information*) sont deux petites agences nipponnes actives essentiellement au Japon. Kroll et Morningstar sont deux agences américaines prometteuses mais spécialisées respectivement dans la notation des institutions financières et des produits structurés. A.M. Best est la deuxième agence

mondiale en matière de notation des compagnies d'assurance mais elle demeure très peu présente sur les autres classes d'actif. La firme canadienne DBRS (*Dominion Bond Rating Service*) est une agence généraliste ; elle a beau être la quatrième agence mondiale, elle est loin derrière Fitch quand on prend en compte le nombre de notations attribuées. Enfin, Egan-Jones reste encore un petit acteur du marché américain.

Comme on le voit, les mesures mises en place par le régulateur américain pour promouvoir la concurrence sont loin d'avoir atteint leur objectif. La forte assise des trois grandes agences bloque l'arrivée de nouveaux entrants, essentiellement parce que les émetteurs de dette estiment rarement avoir besoin de plus de deux ou trois notations¹².

Le développement des marchés de capitaux, la confiance des investisseurs dans les agences de notation, l'intégration des *ratings* dans les réglementations financières et la forte concentration de l'industrie de la notation sont autant de facteurs qui ont permis à Fitch, Moody's et S&P de dégager des marges opérationnelles impressionnantes. Un dernier facteur a eu un impact déterminant sur la rentabilité des agences : le changement de leur *business model* à la fin des années 1960.

1.4. UNE INDUSTRIE AU **BUSINESS MODEL** **TRÈS RÉMUNÉRATEUR**

Les agences ont longtemps tiré leurs revenus de la vente de leurs manuels aux investisseurs. Mais en 1967, tout bascule. Suite à une dégradation de sa note par S&P, la ville de New York met en cause l'agence, affirmant que ses méthodes de travail sont discutables et que ses notations reflètent mal la réalité¹³. L'agence prend alors la municipalité au mot : elle admet qu'elle est en sous-effectif mais entend y remédier en augmentant ses revenus. Elle annonce donc que les collectivités locales devront désormais lui verser des honoraires pour obtenir un *rating*¹⁴. Moody's lui emboîte le pas et change intégralement son mode de rémunération en 1970. Ce basculement du modèle de l'investisseur-payeur à celui de l'émetteur-payeur est

¹² Les secteurs de l'assurance et de la réassurance constituent des exceptions puisque certaines compagnies sont parfois notées par quatre agences.

¹³ « Congress Urged to Act on Bond-Rating Service Replacing Private Firms », *Wall Street Journal*, 6 décembre 1967.

¹⁴ « Standard & Poor's Will Charge to Rate New Municipal Issues », *Wall Street Journal*, 24 janvier 1968.

relativement bien accepté par les entreprises et les collectivités locales. Suite au défaut de paiement de la compagnie de chemins de fer Penn Central en 1970, de plus en plus d'émetteurs de dette sollicitent même les agences en vue d'obtenir une notation qui rassure les investisseurs en période de ralentissement de l'activité économique (Cantor et Packer, 1994).

Ce changement de *business model* permet à S&P et Moody's d'accroître de façon spectaculaire leurs bénéfices. Moody's aligne ainsi des profits records pour les exercices 1973, 1974 et 1975. Dans le même temps, les bénéfices avant impôts de McGraw-Hill, propriétaire de S&P, passent de 2,9 millions de dollars en 1974 à 4 millions en 1975¹⁵. Cette dynamique se poursuit au cours des années suivantes : le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel de Moody's augmentent ainsi annuellement de 17 % entre 1981 et 2000¹⁶. Les agences ont en fait régulièrement augmenté leurs honoraires au fur et à mesure que se développaient les marchés obligataires. Par exemple, les honoraires facturés par S&P aux collectivités locales américaines étaient de l'ordre de quelques centaines de dollars en 1968. Quarante ans plus tard, ils s'échelonnent de 2 500 à 350 000 dollars, soit un rythme de croissance largement supérieur à l'inflation au cours de la même période. Ce sont toutefois les honoraires versés par les entreprises et, plus encore, par les institutions financières originatrices d'instruments structurés qui expliquent les marges exceptionnelles des agences. En 1995, les honoraires perçus pour les émissions de produits structurés avoisinaient les 4 à 5 points de base¹⁷ contre 2 à 3 points pour les émissions du secteur *Corporate*¹⁸. Plus d'une décennie plus tard, les « exigences » d'une agence comme S&P étaient bien plus conséquentes puisqu'elles pouvaient atteindre respectivement 12 points et 5,5 points de base¹⁹. Concrètement, cela signifie que pour noter les tranches d'un produit structuré d'un montant de 100 millions de dollars, S&P recevait 120 000 dollars d'honoraires.

De tels enjeux financiers pour une classe d'actifs en plein *boom* ont inévitablement affecté l'objectivité et la qualité des *ratings* attribués et dévoilé au grand jour les limites de la notation financière.

¹⁵ « The Rating Game: Credit-Grading Firms Wield Greater Power in Public Debt Market », *Wall Street Journal*, 26 octobre 1976.

¹⁶ Moody's, Rapport annuel 2000.

¹⁷ Un point de base équivaut à 0,01 % du montant de l'émission obligataire.

¹⁸ House, Richard (1995), « Ratings trouble », *Institutional Investor*, octobre.

¹⁹ S&P (2007), *U.S. Ratings Fees Disclosure* et S&P (2011), *Standard & Poor's Ratings Services – U.S. Ratings Fees Disclosure*.

CHAPITRE II

LES LIMITES DE LA NOTATION FINANCIÈRE

2.1. UNE INCAPACITÉ À ANTICIPER LES CRISES DE DETTE

L'action des agences de notation présente plusieurs limites. La première tient à leur incapacité à prévoir les principales crises de dette et leur tendance à « surréagir » une fois que la crise est avérée. Pour s'en convaincre, il faut examiner l'évolution des notations au cours de la Grande Dépression et de la débâcle financière des années 2007-2011.

Le secteur obligataire souverain a été le plus touché par la Grande Dépression : plus de 50 % des États ayant emprunté sur le marché new-yorkais dans les années 1920 sont tombés en défaut de paiement durant les années 1930. Les quatre principales agences de l'époque ne sont pas parvenues à anticiper la vague de défauts souverains qui déferle à partir de 1931, comme l'atteste le très faible nombre de dégradations de notes dans les années 1928-1930 (tableau 3). En revanche, elles procèdent à des dégradations générales entre 1931 et 1933.

**Tableau 3 : pourcentages d'upgrades et de downgrades
de notes souveraines, 1928 -1934**

	Augmentations de notes				Abaissements de notes			
	Fitch	Moody's	Poor's	Standard Statistics	Fitch	Moody's	Poor's	Standard Statistics
1928	4,94	3,80	12,50	2,74	0,00	1,27	0,00	1,37
1929	16,67	4,35	0,00	5,88	4,17	3,26	0,96	1,18
1930	23,76	0,00	0,00	1,89	0,00	3,88	4,85	4,72
1931	0,00	0,99	1,98	3,81	60,00	10,89	32,67	30,48
1932	0,00	0,97	0,95	0,00	93,07	84,47	49,52	50,47
1933	2,88	0,00	0,00	0,00	17,31	38,83	21,15	33,01
1934	18,63	2,94	3,96	20,59	6,86	26,47	23,76	9,80

Source : Gaillard (2011).

Les agences ont également peine à prendre la mesure de la crise qui a touché les autres classes d'actifs. Fitch, Moody's, Poor's et Standard Statistics ont dû

dégrader massivement les titres du secteur *Corporate* : le pourcentage de titres notés en catégorie investissement est ainsi passé de 74 % en 1928 à 49 % en 1936 (Hickman, 1960). Autre illustration : 78 % des titres des collectivités locales américaines tombés en défaut durant la période 1929-1937 étaient notés dans les catégories Aa ou Aaa par Moody's en 1929 (Hempel, 1971).

L'accélération de l'intégration financière à partir des années 1980 et la multiplication des références aux notations dans les réglementations financières qui l'a accompagnée ont rendu les investisseurs de plus en plus tributaires des *ratings*. Cette dépendance explique que les changements de notes survenus au cours des trois dernières décennies aient eu des impacts indéniables sur les rendements obligataires et même sur le cours des actions²⁰. Mais le phénomène le plus préoccupant est bel et bien la tendance des agences à dégrader massivement les émetteurs de dette au début des périodes de récession. Ces abaissements de notes ont inévitablement des effets procycliques puisqu'ils fragilisent encore plus les émetteurs qui doivent se refinancer à des conditions toujours plus défavorables en période de mauvaise conjoncture. Dans un tel contexte, l'impéritie des agences ne peut que contribuer à déstabiliser les marchés et aggraver les crises.

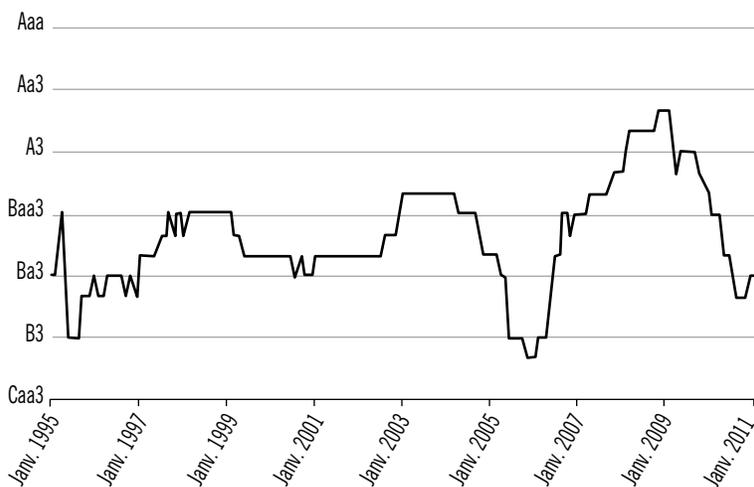
À cet égard, leur comportement lors de la crise asiatique de 1997-1998 est très instructif. L'accumulation de capacités de production excédentaires dans de nombreux secteurs industriels, alimentée par un endettement frénétique et couplée à une surévaluation des monnaies domestiques aboutit à la constitution de bulles spéculatives en Corée du Sud, Indonésie et Thaïlande. Un début de défiance des investisseurs étrangers dans ce dernier pays fait chuter la bourse, provoque un effondrement du baht qui s'étend aux autres devises asiatiques. Les agences, qui avaient décidé de ne procéder à aucune dégradation de note au début de la crise thaïlandaise, s'inquiètent du risque de contagion et abaissent brutalement les notes de la plupart des pays d'Asie du Sud-Est à l'automne 1997. Moody's et S&P dégradent la Corée du Sud respectivement de six et dix crans en l'espace d'un et de deux mois. Ces *downgrades* accélèrent les fuites de capitaux et obligent plusieurs États à recourir au Fonds Monétaire International²¹.

²⁰ Pour la notation *Corporate*, se reporter à Hand, J., Holthausen R. et Leftwich R. (1992), « The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 2, et à Iankova, E., Pochon, F. et Teiletche J. (2006), « L'impact des décisions d'agence : une comparaison du cas des actions françaises avec l'expérience internationale », IXIS CIB Service de la recherche et Autorité des marchés financiers, *L'Impact de la notation*, 31 janvier. Pour la notation souveraine, lire Gaillard (2011).

²¹ Une analyse exhaustive est fournie par Ferri G., Liu L.-G. et Stiglitz J. (1999), « The procyclical role of rating agencies : evidence from the East Asian crisis », *Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, Economic Notes*, n° 3.

Au cours des années suivantes, les agences vont commettre d'autres erreurs de diagnostic : Enron et Worldcom qui font faillite en 2001 et 2002 étaient encore notés en catégorie investissement quelques jours avant leur défaut. Mais c'est bien la crise financière de la fin des années 2000 qui va faire la preuve de la faible valeur prédictive des notations.

Graphique 4 : note médiane attribuée par Moody's aux produits structurés 36 mois avant leur défaut



Source : Moody's.

Il ne s'agit pas ici de revenir sur les causes ou le déroulement de la crise des *subprimes*²² mais de mesurer l'incapacité des agences à appréhender le risque de crédit des produits structurés durant ces dernières années. Le graphique 4, qui montre, pour Moody's, la note médiane des produits structurés 36 mois avant leur défaut, appelle deux commentaires. D'une part, la courbe atteint son maximum (note A1) entre novembre 2008 et février 2009, ce qui signifie que Moody's a tout particulièrement surnoté cette classe d'actifs fin 2005 - début 2006, soit quelques mois seulement avant le début du krach immobilier aux États-Unis. D'autre part, la note médiane 36 mois avant le défaut apparaît en catégorie investissement (Baa3 et au-dessus) durant 43 % de la période considérée (janvier 1995-janvier 2011). De toute évidence, les agences n'ont jamais su mesurer efficacement le risque de défaut inhérent aux produits structurés.

²² Lire Artus et al. (2008) pour une analyse exhaustive.

Fin 2006, le retournement du marché immobilier américain entraîne une augmentation des taux de défaut des instruments financiers adossés à des prêts immobiliers (les *RMBS – Residential Mortgage-Backed Securities*). Les agences vont alors procéder aux dégradations de notes les plus nombreuses et les plus massives de l'histoire de la notation. Plus du tiers des produits structurés notés AAA par S&P au 1^{er} janvier 2008 sont dégradés en cours d'année (tableau 4). Entre le premier trimestre 2008 et le troisième trimestre 2011, les abaissements de notes de Fitch sont entre 14 et 1000 fois plus nombreux que ses augmentations de notes (graphique 5)²³. Il faut en outre souligner que les *upgrades* de plus d'un cran sont quasi-inexistants tandis que les *downgrades* ont une ampleur bien plus conséquente : des milliers d'instruments financiers sont en effet dégradés de la note double-A ou triple-A vers la catégorie défaut.

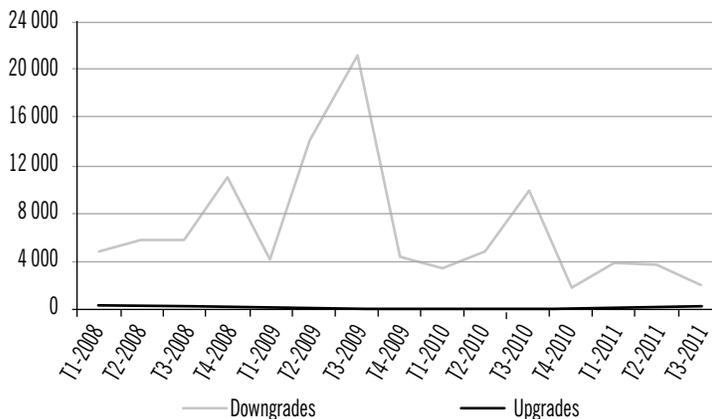
Tableau 4 : matrice de transition à un an des notes attribuées par S&P à l'ensemble des produits structurés, année 2008

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

Source : S&P (2009), *Global Structured Finance Default Study and Transition Study – 1978-2008*, 25 février.

²³ Se reporter à AMF (2010) pour une analyse comparée des dégradations de notes des trois agences.

Graphique 5 : nombre d'upgrades et de downgrades de produits structurés américains annoncés par Fitch



Source : Fitch.

Ces dégradations et glissements de *ratings* de la catégorie investissement vers la catégorie spéculative contraignent alors de nombreux investisseurs à vendre en catastrophe des titres qui sont désormais trop risqués. Ils ne font ainsi que se conformer à leurs règles prudentielles internes et aux réglementations financières. La panique provoquée par ces ventes massives fragilise le secteur bancaire américain et européen et aboutit à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Seuls les plans de soutien mis en place par les grands États industrialisés permettent d'éviter une dépression économique majeure. Toutefois, ces mesures contribuent à transférer une partie du risque bancaire et *Corporate* vers les États. Dès 2008, les abaissements de notes souveraines des trois grandes agences dépassent en nombre et en magnitude les augmentations de notes, pour la première fois depuis 2001. La crise des dettes souveraines européennes qui s'amorce fin 2009 va être une nouvelle illustration de l'action pro-cyclique des agences.

Au moment où la falsification des comptes publics grecs est découverte en novembre 2009, Moody's, Fitch et S&P se montrent encore relativement optimistes quant à la capacité de la Grèce à rembourser sa dette. Ces deux dernières firmes avaient certes déjà dégradé le pays au cours des mois précédents mais la note grecque demeurait toujours dans la catégorie A. Les difficultés de financement du pays durant l'hiver 2010 ont conduit à de multiples *downgrades* qui ont à leur tour accru la défiance

à l'égard d'autres États de la zone euro : le Portugal, l'Irlande, l'Espagne et l'Italie. L'abaissement des *ratings* de ces pays en 2010 et 2011 a « mécaniquement » compliqué leurs émissions obligataires sur le marché primaire et provoqué la vente massive de leurs obligations sur le marché secondaire. Elle a également causé la dégradation de nombreux établissements de crédit et collectivités locales domestiques qui bénéficiaient, implicitement ou explicitement, de la garantie de leur État. Les tensions sur les marchés obligataires italien et espagnol au cours de l'été et de l'automne 2011 ont montré à quel point des dégradations de notations souveraines pouvaient fragiliser l'ensemble des acteurs économiques d'un pays industrialisé. L'incapacité des agences à anticiper les crises de dette oblige nécessairement à poser la question de la qualité des notations.

2.2. DES PERFORMANCES CONTRASTÉES SELON LES SECTEURS

Deux outils statistiques sont traditionnellement utilisés pour déterminer les performances d'une agence : le taux de défaut et le ratio d'efficacité. Le taux de défaut indique, pour chaque catégorie de note, le pourcentage de titres ou d'émetteurs qui sont tombés en défaut de paiement pour un horizon temporel donné. La performance d'une agence est d'autant plus élevée que les taux de défaut des notes de la catégorie investissement sont bas, voire nuls. Le ratio d'efficacité mesure la capacité d'une agence à attribuer des notes basses à des titres ou émetteurs qui feront ultérieurement défaut et des notes élevées à des titres ou émetteurs qui resteront solvables. Ce ratio prend une valeur entre -1 et 1 . Un ratio de -1 signifie que les *ratings* sont complètement inefficaces, tous les défauts étant concentrés sur la meilleure notation. Un ratio de 1 reflète des notations extrêmement performantes, les défauts étant concentrés sur la notation la plus basse. Un ratio de 0 indique que les notations suivent une distribution aléatoire, les taux de défaut étant identiques d'une catégorie de note à l'autre. Les agences doivent donc dégager des ratios d'efficacité sensiblement supérieurs à 0 pour prouver la valeur de leurs notations.

Les taux de défaut pour le secteur *Corporate* révèlent que les notes de la catégorie investissement sont relativement fiables sur le court et le moyen termes (tableau 5). De la même façon, les ratios d'efficacité sont satisfaisants. Pour la période 1970-2011, les ratios d'efficacité à un an de Moody's ressortent à $0,92$ pour les émetteurs

Corporate et à 0,93 pour le secteur municipal américain²⁴. A horizon de cinq ans, les ratios d'efficacité restent élevés, atteignant respectivement 0,89 et 0,86²⁵.

**Tableau 5 : taux de défaut cumulés pour les notations
Corporate de Moody's, 1920-2011**

Notation	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Aaa	0,000	0,008	0,029	0,082	0,159
Aa	0,070	0,206	0,332	0,518	0,798
A	0,099	0,303	0,610	0,950	1,311
Baa	0,291	0,860	1,548	2,296	3,088
Ba	1,352	3,264	5,430	7,684	9,812
B	3,894	8,878	13,907	18,348	22,250
Caa-C	14,252	24,073	31,492	37,163	41,718
Catégorie investissement	0,158	0,468	0,855	1,290	1,766
Catégorie spéculative	3,870	7,908	11,775	15,220	18,235
Ensemble des émetteurs	1,535	3,173	4,746	6,157	7,414

Source : Moody's (2012), *Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2011*, 29 février.

Ces bonnes performances doivent toutefois être nuancées. En effet, la faible proportion de défauts de paiement dans la plupart des secteurs d'activité assure aux agences des taux de défaut très bas. Depuis 1920, 1,5 % en moyenne des entreprises notées par Moody's, tous *ratings* confondus, sont tombées en faillite chaque année. Pour le secteur municipal américain et le secteur souverain, les taux de défaut annuels ont été encore plus faibles, n'excédant pas 1 % au cours des dernières décennies. Par conséquent, le mérite des agences tient surtout à leur capacité à avoir des taux de défaut décroissants au fur et à mesure que la qualité de crédit des émetteurs augmente, ce qui est reflété dans les ratios d'efficacité.

Ce constat nous incite à examiner la qualité des notations durant les périodes où les défauts ont été nombreux. L'examen des notes du secteur des financements structurés s'impose logiquement. Plus de 97 % des produits structurés notés par

²⁴ Ce secteur regroupe les collectivités locales américaines ainsi que les établissements publics locaux (écoles, universités, hôpitaux, etc.).

²⁵ Moody's (2012), *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2011*, 7 mars.

Moody's qui sont tombés en défaut ou quasi-défaut durant la période 1994-2010, l'ont été entre le 1^{er} janvier 2007 et le 31 décembre 2010 (tableau 6)²⁶. L'année 2009 a été la plus éprouvante puisque le taux de défaut et de quasi-défaut annuel, tous *ratings* confondus, a atteint un pic de 14 %, pourcentage dont la magnitude est sans précédent depuis la crise de la dette souveraine de 1931 (Gaillard, 2011). Si l'on considère l'ensemble produits structurés qui ont été en défaut ou quasi-défaut entre 1994 et 2010, on observe que 87 % d'entre eux ont été initialement notés en catégorie investissement par Moody's et même 23 % notés dans la catégorie Aaa (Moody's, 2011). Ces statistiques montrent clairement l'excès d'optimisme qui a aveuglé l'agence.

Tableau 6 : nombre de produits structurés notés par Moody's et tombés en défaut et quasi-défaut entre 1994 et 2010

	U.S. ABS	U.S. RMBS/ HEL	U.S. CMBS	Global CDOs	Global CLOs	Autres	Total
1994	0	0	3	0	0	0	3
1995	0	1	0	0	0	0	1
1996	0	17	0	0	0	0	17
1997	0	37	0	0	0	0	37
1998	4	21	0	0	0	0	25
1999	12	38	2	1	1	0	54
2000	14	23	0	10	2	0	49
2001	28	17	5	50	0	0	100
2002	117	17	17	110	5	7	273
2003	98	34	22	49	5	0	208
2004	144	20	21	48	0	2	235
2005	17	29	21	19	4	0	90
2006	32	32	22	17	5	1	109
2007	19	1 505	10	595	0	24	2 153
2008	21	9 732	76	2 835	19	36	12 719
2009	125	10 774	839	2 039	319	146	14 242
2010	76	6 354	1 337	227	4	73	8 071
Total	707	28 651	2 375	6 000	364	289	38 386

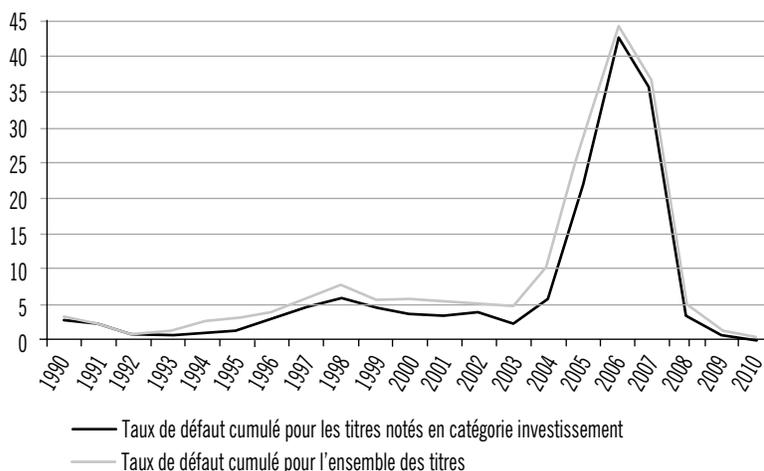
Source : Moody's (2011), Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2010, 30 septembre.

Note : ABS, RMBS, HEL, CMBS, CDOs et CLOs sont les sigles qui désignent respectivement les *Asset-Backed Securities*, les *Residential Mortgage-Backed Securities*, les *Home Equity Loans*, les *Commercial Mortgage-Backed Securities*, les *Collateralized Debt Obligations* et les *Collateralized Loan Obligations*.

²⁶ Les produits en « quasi-défaut » sont ceux qui ont été dégradés dans les catégories Ca et C et qui sont sur le point de tomber en défaut.

Ces notations élevées n'ont pas permis de discrimination satisfaisante, en particulier à partir de 2005, au moment où les actifs auxquels les produits structurés étaient adossés se sont avérés de plus en plus risqués. La proportion de RMBS, CMBS, ABS, CDOs et CLOs notés en catégorie investissement est devenue tellement excessive que lorsque la crise immobilière a éclaté aux États-Unis début 2007, les taux de défaut des produits notés AAA, AA, A et BBB sont montés en flèche. Sans surprise, ce sont les instruments financiers émis en 2005, 2006 et 2007 qui ont connu les taux de défaut les plus massifs. Par exemple, près de 43 % des produits structurés émis en 2006 et notés en catégorie investissement par S&P sont tombés en défaut entre le jour de leur émission et le 31 décembre 2010 (graphique 6). Le taux de défaut pour l'ensemble des instruments notés est en revanche à peine supérieur, accréditant la thèse de la « surnotation » globale et injustifiée de ces instruments de dette. Les ratios d'efficacité des agences se sont logiquement effondrés dans la foulée de ces défauts massifs. Le ratio d'efficacité de S&P pour l'ensemble du secteur des financements structurés est ainsi passé de 0,95 mi-2006 à moins de 0,60 mi-2008²⁷.

Graphique 6 : taux de défaut cumulés pour l'ensemble des produits structurés notés par S&P au 1^{er} janvier 2011, par année d'émission



Source : S&P (2011), *Default Study: Global Structured Finance Default Study – 1978-2010*, 28 mars.

²⁷ Les notes des agences semblent en fait avoir plus reflété la « rigueur » des processus de titrisation et la qualité des collatéraux que le risque *stricto sensu* des instruments structurés.

La crise financière qui se déclenche en 2007 va très rapidement fragiliser les établissements de crédit occidentaux, fortement exposés aux produits structurés. L'année 2008 est marquée par une série de faillites bancaires retentissantes. La banqueroute des trois principaux établissements islandais (Kaupthing Bank, Glitnir Banki et Landsbanki), qui porte sur près de 51 milliards de dollars au total, met le gouvernement islandais au bord du défaut de paiement. Pire encore, la chute de Lehman Brothers crée une défiance sans précédent entre acteurs financiers : le marché interbancaire s'assèche à partir de septembre 2008 et dégénère en *credit crunch*. Seuls les plans de soutien et de garantie votés dans les grands pays industrialisés permettent d'écarter le risque systémique. Les agences, qui notaient les banques islandaises et Lehman Brothers dans la catégorie A en début d'année 2008, n'ont pas su prendre la mesure de la crise bancaire et financière et ont tardé à comprendre que le système financier mondial n'avait été sauvé *in extremis* qu'au prix d'un basculement du risque bancaire vers le risque souverain. Entre avril et décembre 2008, l'Islande est certes dégradée de cinq crans par Fitch et S&P et de sept crans par Moody's, mais l'Irlande est encore notée triple-A par les trois agences au 1^{er} janvier 2009. S&P sera l'agence la plus prompte à « ajuster » ses *ratings* souverains au cours des mois suivants mais, dans l'ensemble, les notes attribuées aux pays d'Europe du Sud et à l'Irlande sont élevées lorsque la crise grecque éclate en novembre 2009. Les abaissements de notes qui vont suivre n'en seront que plus aigus (tableau 7).

Tableau 7 : notes de l'Espagne, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie et du Portugal au 1^{er} novembre 2009 et au 1^{er} mai 2012

	Notes au 1 ^{er} novembre 2009			Notes au 1 ^{er} mai 2012		
	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P
Espagne	AAA	Aaa	AA+	A	A3	BBB+
Grèce	A-	A1	A-	B-	C	SD
Irlande	AA+	Aa1	AA	BBB+	Ba1	BBB+
Italie	AA-	Aa2	A+	A-	A3	BBB+
Portugal	AA	Aa2	A+	BB+	Ba3	BB

Sources : Fitch, Moody's et S&P.

2.3. LES RAISONS DE CES ÉCHECS

Les erreurs de diagnostic qui ont jalonné l'histoire récente de la notation financière ont des origines très diverses, d'ordre macro-économique et micro-économique, mais aussi méthodologique, organisationnel et institutionnel.

2.3.1. La notation des États et des établissements de crédit

Si Fitch, Moody's et S&P ont « surnoté » les pays d'Europe du Sud au cours des années 2000, c'est essentiellement parce qu'ils ont considéré que l'appartenance à une zone économique et monétaire intégrée telle que la zone euro réduisait le risque de défaut de paiement de l'ensemble de ses membres. Cette analyse, qui était largement répandue au sein de la communauté des investisseurs européens et américains, comme l'atteste le resserrement des *spreads* germano-grecs durant la première moitié de la décennie 2000, a logiquement conduit les agences à augmenter la note de la Grèce à plusieurs reprises jusqu'en 2003. Convaincues du « rôle protecteur » de la monnaie unique, elles ont globalement eu tendance à surestimer la soutenabilité des dettes publiques des pays du Sud, et à négliger l'inefficacité de leur système fiscal. Il faut attendre 2009 et surtout 2010 pour que S&P, puis Fitch et Moody's prennent conscience du fardeau des dettes publiques et procèdent à des *downgrades* massifs. Ces abaissements de notes ont été d'autant plus dommageables qu'ils ont partiellement dévalorisé les garanties apportées par les États aux établissements de crédit, entraînant de facto leur *downgrade*.

Les leçons à tirer de ces épisodes sont multiples. Les agences devraient par exemple :

- revenir à l'examen fondamental de la soutenabilité de la dette publique, qui est fonction de la compétitivité de l'économie, de la maîtrise du coût du travail et de l'efficacité du système fiscal. Cette nouvelle approche méthodologique impliquerait d'accorder moins de poids au critère de PIB par habitant ;
- mesurer la capacité d'un État à se réformer, ce qui requiert des institutions fiables et une volonté politique forte avec des engagements sur le moyen terme. Les agences pourraient légitimement « sanctionner » des gouvernements incapables de tenir leurs objectifs de déficit budgétaire et de dette publique et de mener à bien les réformes attendues ;
- demeurer bien plus attentives au niveau d'endettement des acteurs privés. Les crises islandaise et irlandaise ont montré à quel point les crises bancaires pouvaient menacer la solvabilité d'un État²⁸. Dans ces deux pays, la progression du crédit et les politiques d'effet de levier inconsidérées ont contribué à alimenter des bulles spéculatives, dans le secteur immobilier en particulier. Mais les agences pouvaient difficilement repérer la croissance excessive des

²⁸ Pour approfondir cette question, lire FrydI, E. J. (1999), « The Length and Cost of Banking Crises », *IMF Working Paper* 99/30 et Reinhart, C. et Rogoff, K. (2008) « Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison », *American Economic Review*, vol.98, n° 2.

prêts bancaires et les risques de bulle immobilière dès lors que leurs analyses micro-économiques ne leur permettaient pas, en amont, de noter efficacement les produits structurés.

2.3.2. La notation des instruments structurés

La débâcle des *subprimes* et les piètres performances de Fitch, Moody's et S&P en matière de notation des RMBS et des CDOs ont rapidement conduit la SEC à enquêter sur leurs méthodologies et leurs pratiques (U.S. SEC, 2008). L'autorité de régulation a souligné que les méthodologies et les processus de notation manquaient de transparence, que les procédures de surveillance et d'audit interne avaient connu des défaillances et que des conflits d'intérêts avaient été identifiés. Deux ans plus tard, le Sénat américain a lancé une série d'enquêtes et d'auditions de grande ampleur pour faire la lumière sur les causes de la crise financière de 2007-2009. Le rapport qui en a résulté (U.S. Senate, 2011) comprend six chapitres, dont un est exclusivement consacré aux pratiques de Moody's et de S&P. Les principales conclusions de ce rapport sont édifiantes. Neuf points sont mis en exergue :

- de 2004 à 2007, les deux agences ont utilisé des modèles de mesure du risque des RMBS qui étaient inadaptés ;
- les notations des produits structurés ont été affectées par la pression concurrentielle, la recherche de parts de marché et le besoin d'attirer des banques d'investissement originatrices de produits structurés. Les conflits d'intérêts ainsi apparus sont jugés inhérents au modèle de paiement de l'émetteur-payeur²⁹ ;
- en 2006, les deux agences ont pris conscience que les notes attribuées aux RMBS et CDOs étaient inexactes. Elles ont révisé leurs méthodologies mais ne les ont pas appliquées ;
- de 2004 à 2007, Moody's et S&P ont eu connaissance de fraudes croissantes et d'opérations spéculatives dans le secteur de l'immobilier mais n'ont pas intégré ces informations dans leurs notations ;
- en dépit de profits records, les deux agences n'ont pas dégagé les ressources humaines nécessaires pour noter les nouveaux produits émis sur le marché ;
- les dégradations massives de RMBS en juillet 2007 puis de CDOs en octobre 2007 ont aggravé la crise financière ;
- en dégradant chacun plus de 10 000 RMBS en 2006-2007, Moody's et S&P ont montré que leurs notes étaient erronées ;

²⁹ Certaines institutions financières n'ont pas hésité à menacer de changer d'agence de notation si elles n'obtenaient pas le *rating* souhaité : c'est la pratique dite du « *rating shopping* » (U.S. Senate 2011, p.273).

- le statut de la SEC ne lui pas permis de superviser les méthodologies et l'activité des agences ;
- Moody's et S&P ont subi des pressions de certains investisseurs afin de gonfler les *ratings* des produits structurés et faire en sorte qu'ils restent éligibles.

Ce réquisitoire dressé par le Sénat américain montre que les agences n'auraient eu ni la capacité, ni la volonté de noter les instruments structurés de façon adéquate. Il mérite de servir de base à une réflexion globale en vue de réformer l'industrie de la notation financière.

CHAPITRE III

ÉTAT DES LIEUX DES LÉGISLATIONS ET RÉGLEMENTATIONS ACTUELLEMENT EN VIGUEUR

3.1. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE ET LÉGISLATIF AMÉRICAIN

Il faut attendre la faillite du géant de l'énergie Enron en 2001 pour que les législateurs et régulateurs américains se décident enfin à encadrer le secteur de la notation financière. La section 702 du *Sarbanes-Oxley Act*, voté en juillet 2002, charge la SEC de mener une étude sur le rôle et la fonction des agences de notation. Après un rapport intermédiaire dans lequel elle identifie cinq thèmes à examiner en priorité (les flux d'information, les risques de conflits d'intérêts, les allégations de pratiques anti-concurrentielles, les barrières à l'entrée et la supervision), la SEC finit par considérer, en mars 2005, qu'elle est incompétente pour mener une supervision globale de l'activité du *rating*. C'est ainsi le représentant républicain Michael Fitzpatrick qui présente, en juin 2005, une proposition de loi visant à améliorer la qualité des *ratings* en renforçant la concurrence et la transparence. Celle-ci est votée par la Chambre des Représentants en juillet 2006 puis par le Sénat en septembre 2006, avant d'être finalement signée par le président George W. Bush et d'entrer en vigueur sous le nom de *Credit Rating Agency Reform Act*.

Si cette loi a abouti à l'accroissement du nombre d'agences bénéficiant du statut NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*), elle n'a abordé ni la question des méthodologies de notation, ni le problème des conflits d'intérêts. La crise des *subprimes* et l'échec de la notation des produits structurés conduisent la SEC à enquêter sur les méthodes de travail des grandes agences (U.S. SEC, 2008). Les graves défaillances mises au jour par le régulateur américain incitent les législateurs à préparer une réforme d'ampleur de l'industrie de la notation. En juin 2009, l'administration Obama publie le *White Paper on Financial Regulatory Reform* qui présente un grand projet de réforme des marchés financiers, dont l'un des volets est consacré à la notation financière. En décembre 2009, une proposition de loi est déposée par le représentant démocrate Barney Frank et le sénateur démocrate

Chris Dodd. Elle est votée en juillet 2010, devenant ainsi le *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (dite aussi « loi Dodd-Frank »).

Sur les 848 pages que compte le texte législatif, seules 19 portent directement sur le rôle des agences de notation. La nouvelle loi prévoit que les agences doivent désormais établir une structure de contrôle interne en vue de superviser les procédures et les méthodologies de notation. La SEC est également habilitée à suspendre une agence qui n'aurait pas les ressources financières ou managériales suffisantes pour attribuer des notes adéquates. Le régulateur américain est aussi chargé d'empêcher que les services commerciaux d'une agence n'influencent le travail des analystes. Un *Office of Credit Ratings* est d'ailleurs créé au sein de la SEC afin de vérifier que les notations financières ne sont pas affectées par d'éventuels conflits d'intérêts. Une plus grande transparence est en outre exigée des agences : celles-ci ont l'obligation de publier leurs méthodologies et les performances de leurs *ratings* et de rendre publiques leurs hypothèses de travail et les données utilisées. Enfin, la SEC a pour mission de s'assurer que les analystes des agences sont suffisamment compétents et expérimentés.

Mais la mesure la plus remarquable de la loi Dodd-Frank est sans conteste le retrait des références aux notations dans les lois et réglementations financières. La référence à la notion d'*investment grade* est directement remplacée par l'expression « conforme aux standards de solvabilité » dans certaines lois-phares. Les législateurs ont cependant laissé aux régulateurs le soin de modifier, dans un délai d'un an, les réglementations qui reposent sur les notations financières. Le 27 avril 2011, la SEC a ainsi révisé la définition de « devise étrangère majeure »³⁰. Jusqu'alors étaient éligibles les monnaies des États dont le *rating* à court terme était dans l'une des deux premières catégories de note. Désormais, sont éligibles les devises pour lesquelles il y a « un marché des changes à terme interbancaire substantiel ». Le 26 juillet 2011, la SEC a également modifié la procédure simplifiée d'enregistrement destinée aux émetteurs de dette. Alors qu'une note en *investment grade* suffisait auparavant, un émetteur doit remplir l'une des quatre conditions suivantes³¹ :

- avoir émis au moins 1 milliard de dollars d'obligations non-convertibles au cours des trois années précédentes ;
- avoir précédemment émis au moins 750 millions de dollars d'obligations non-convertibles ;

³⁰ <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-100.htm>

³¹ <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-155.htm>

- être détenu par un « émetteur établi bien connu »³² ;
- être majoritairement détenu par une société d'investissements immobiliers cotée considérée comme un « émetteur établi bien connu ».

Ce retrait des références aux *ratings* dans les réglementations financières américaines constitue un tournant majeur dans l'histoire du capitalisme outre-Atlantique. Après 80 ans de dépendance croissante à l'égard des agences de notation, les législateurs ont amorcé un mouvement de « reflux » qui semble aujourd'hui inspirer leurs homologues européens.

3.2. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE ET LÉGISLATIF EUROPÉEN

Le règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit est la première législation européenne encadrant l'activité de notation financière. Ce règlement prévoit que :

- les agences doivent prendre toutes les mesures nécessaires afin de lutter contre les conflits d'intérêts (article 6 et annexe I), s'assurer que leurs analystes sont compétents et expérimentés et éviter que ceux-ci ne soient rémunérés en fonction des honoraires que versent les émetteurs de dette qu'ils notent (article 7) ;
- les agences sont tenues de rendre publiques leurs méthodologies et de réviser leurs notes au moins une fois par an (article 8). Il leur est demandé d'identifier les notes non sollicitées, d'attribuer des notes spécifiques aux produits structurés (article 10) et de publier des données sur la performance de leurs *ratings* (article 11) ;
- les agences enregistrées auprès des autorités compétentes ont le droit d'attribuer des notes dans l'ensemble de l'Union (articles 14 à 19). C'est le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) qui établit les normes en matière d'enregistrement des agences et coordonne l'action des autorités compétentes (articles 21 à 35). Suite à des amendements introduits par le règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011, c'est l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) qui est chargée, depuis juillet 2011, d'enregistrer et de superviser les agences ;

³² Un émetteur est un « émetteur établi bien connu » (*well-known seasoned issuer*) s'il a un capital flottant d'au moins 700 millions de dollars ou s'il a émis au moins 1 milliard de dollars d'obligations non-convertibles durant les trois années précédentes.

- les États membres sont chargés d'établir les règles destinées à sanctionner les agences ayant contrevenu au règlement (CE) n° 1060/2009 (article 36).

La polémique croissante sur les conflits d'intérêts qui ont miné la crédibilité des agences et les dégradations des notes souveraines des pays de la zone euro début 2010 incitent pourtant les dirigeants européens à préparer un nouveau règlement. A l'occasion du conseil ECOFIN des 30 septembre et 1^{er} octobre 2010, le Conseil de l'Union considère qu'il conviendrait de mieux prévenir les risques de conflits d'intérêts et de réduire la dépendance des régulateurs vis-à-vis des notations financières. Cette nouvelle préoccupation fait écho à la loi Dodd-Frank qui vient alors d'être votée. Elle est amplifiée par le rapport du Conseil de Stabilité Financière (Financial Stability Board, 2010) qui, quelques semaines plus tard, préconise de réduire le nombre de réglementations reposant sur les notations.

Un nouveau texte visant à amender le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 est présenté par la Commission européenne en novembre 2011. Cette proposition de règlement, qui a elle-même fait l'objet d'amendements de la part des parlementaires européens durant le premier semestre 2012, devrait être votée en séance plénière en septembre 2012. Que contient cette proposition de règlement et quels amendements ont déjà été votés (voir European Commission 2011 et Council of the European Union 2012) ?

Cette proposition de règlement entend tout d'abord obliger les institutions financières à développer leurs propres analyses du risque de crédit et à ne plus dépendre des *ratings* et, ensuite, les principaux régulateurs européens, tels que l'Autorité Bancaire Européenne et l'AEMF, à procéder, d'ici au 31 décembre 2013, aux retraits des notations des réglementations financières lorsqu'ils le jugeront utiles.

Plusieurs nouvelles mesures sont avancées en matière de lutte contre les conflits d'intérêts. Il s'agirait d'empêcher (a) un actionnaire détenant 5 % du capital ou des droits de vote d'une agence d'avoir 5 % du capital ou des droits de vote d'une autre agence et (b) un actionnaire détenant 10 % du capital ou des droits de vote d'une agence d'être un membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance d'une entité notée par l'agence en question. Les agences ne sauraient avoir des pratiques discriminatoires en matière de tarification de leurs services et seraient contraintes de limiter la durée durant laquelle un *lead analyst* note un même émetteur de dette. En outre, la relation contractuelle entre une agence et un émetteur de dette aurait une durée maximale (principe de rotation). La proposition

de règlement de novembre 2011 avait initialement fixé un maximum de trois ans qui concernait toutes les classes d'actif à l'exception des titres et émetteurs souverains. Des amendements ont porté cette durée maximale à six ans et ont réduit son champ d'application aux produits structurés.

En matière de transparence, plusieurs propositions sont faites. Les agences auraient à rendre publics les noms des analystes qui ont participé au processus de notation. Une fois la note déterminée, les agences auraient l'obligation d'informer l'émetteur de dette de sa décision durant les heures de travail et au moins un jour ouvrable avant publication. Par ailleurs, elles seraient contraintes de dresser une liste des honoraires versés par chaque client et de fournir des informations sur la répartition géographique et professionnelle de ses effectifs. Les agences seraient tenues d'informer la communauté financière de leurs intentions de modifier leurs méthodologies de notation et de lui laisser au moins un mois pour faire des commentaires sur les changements envisagés. Ensuite, les agences devraient informer l'AEMF des modifications intervenues. Une plateforme au sein de l'AEMF serait chargée de recueillir les informations relatives aux notations attribuées par les agences enregistrées auprès de l'autorité. Les agences tirant leurs revenus des honoraires versés par les investisseurs ne seraient pas concernées par cette mesure. Par ailleurs, l'AEMF aurait à établir une échelle de notation harmonisée destinée à présenter de façon synthétique les *ratings* des différentes agences enregistrées.

Certaines mesures concernent spécifiquement une classe d'actifs. Par exemple, les notes souveraines seraient obligatoirement révisées tous les six mois. Les rapports de notation des émetteurs souverains devraient être rendus publics. Tout changement de note ou de perspective devrait comporter des explications détaillées sur la nouvelle pondération appliquée par l'agence aux grands critères quantitatifs et qualitatifs. Les agences seraient contraintes de publier un résumé des *meeting minutes* et de faire connaître les noms des membres des comités de notation souverains. Elles devraient enfin rendre publiques les notes souveraines après la fermeture des marchés européens et au moins une heure avant leur ouverture. En ce qui concerne le secteur des financements structurés, la proposition de règlement prévoit qu'au moins deux agences devraient noter un même produit structuré.

La proposition de règlement pose enfin le principe de la responsabilité civile des agences dans le cas où une infraction intentionnelle ou liée à une négligence manifeste aurait affecté une notation et causé un dommage à un investisseur. Les infractions visées englobent essentiellement l'existence de conflits d'intérêts ;

le non-respect du principe de rotation, des fréquences de notation, des règles de transparence, des délais en matière d'information due aux émetteurs de dette et de transmission des changements méthodologiques à l'AEMF ; l'absence de notification et de révision d'une note suite à la découverte d'une erreur de méthodologie. La responsabilité civile d'une agence ne saurait être exclue, voire même limitée, d'un commun accord entre les parties. Les amendes prévues s'échelonnent de 25 000 à 750 000 euros.

Les exigences en matière de transparence et de lutte contre les conflits d'intérêts et la mise en place d'un régime de responsabilité civile contribuent à faire du futur règlement européen un texte plus contraignant pour les agences que la loi Dodd-Frank de 2010. Mais toutes les mesures préconisées sont-elles pertinentes ? Cette dernière section s'attache à présenter les limites de certaines propositions et à faire des recommandations en vue d'alimenter le débat.

CHAPITRE IV

QUELLES RÉFORMES POUR L'INDUSTRIE DE LA NOTATION ?

Au cours de ces dernières années, les législateurs américains et européens ont été confrontés à un défi majeur : réussir à voter des lois cohérentes permettant de faire des agences de notation des auxiliaires des émetteurs de dette et des investisseurs en vue, *in fine*, d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers. L'ensemble des mesures qui sont avancées ici ont l'ambition de constituer un corpus homogène reposant sur trois idées-clés : mettre fin à la situation de rente des trois grands acteurs et favoriser la libre concurrence ; réglementer l'activité des agences en exigeant plus de transparence ; instaurer un véritable principe de responsabilité pour les principaux acteurs de marché (agences, investisseurs et régulateurs).

4.1. « SE DÉSINTOXIQUER » DE LA NOTATION FINANCIÈRE

En 1931, lorsque les *ratings* ont été pour la première fois intégrés dans les réglementations financières, ils faisaient figure d'indicateurs de risque indépendants, stables et surtout moins pro-cycliques que toutes les autres mesures traditionnelles, tels les rendements de marché. La multiplication de réglementations faisant référence aux notations a eu pour effet de formater les opinions des acteurs de marché et de créer plusieurs effets pervers.

4.1.1. Les effets pervers liés à l'usage excessif et systématique des notations

La dépendance croissante à l'égard des notations a inexorablement conduit à une déresponsabilisation des régulateurs et des investisseurs. Les régulateurs ont laissé se développer une logique de *delegated monitoring* qui a érigé les agences en « quasi-régulateurs », transformant leurs opinions en loi d'airain. Mais l'abandon des références aux notations ne semble pas si aisé. Tout récemment encore, en septembre 2011, l'AMF établissait qu'un instrument du marché monétaire n'était pas de haute qualité de crédit si les deux agences devant le noter ne lui attribuaient

pas l'un de leurs deux meilleurs *ratings* court terme (se reporter à AMF, 2011). De leur côté, les investisseurs ont eu tendance à laisser leurs stratégies d'investissement reposer essentiellement sur les notes et les changements de notes. Pour certains d'entre eux, la préoccupation première était moins d'apprécier le risque de crédit d'un émetteur de dette que de prévoir son *upgrade* ou son *downgrade*, voire sa mise sous surveillance ou le changement de son *outlook*³³. Les « effets de falaise » (ou « *cliff effects* ») qui peuvent en résulter n'ont fait qu'accentuer les cycles haussiers et baissiers³⁴. Cette pro-cyclicité a été d'autant plus forte que seules trois agences font autorité sur les marchés et que leurs *ratings* sont fortement corrélés les uns par rapport aux autres.

Sans surprise, la dépendance à l'égard de la notation financière s'est muée en « intoxication » lorsque les agences se sont avérées incapables de noter des instruments financiers qui étaient très prisés par les investisseurs.

4.1.2. Quelle est l'alternative aux notations financières ?

On ne peut tirer pleinement les conséquences de la crise actuelle sans procéder à un retrait progressif des notations des réglementations financières³⁵. Mais les législateurs et régulateurs doivent éviter la solution de facilité qui consisterait à remplacer les *ratings* par un autre indicateur : c'est en effet le recours et la référence systématiques à une mesure spécifique du risque de crédit qui sont dangereux. Ecarter la notation au profit des CDS (*Credit Default Swaps*) ou des *spreads* de taux serait stérile et même maladroit car ces deux indicateurs de marché sont encore plus volatils que les notations financières. Par exemple, les décisions de la SEC consistant à mettre en place certains critères censés se substituer à la notion d'*investment grade*, tels que la taille des émissions obligataires ou la réputation d'un émetteur, *via* l'appellation d'« émetteur établi bien connu », nous semblent contestables.

La seule alternative crédible à la notation passe par le développement de systèmes de *scorings* au sein des grands établissements de crédit et compagnies d'assurance. Ces *scorings* à usage interne supplanterait le recours aux notes de Fitch, Moody's

³³ Se reporter à Gaillard (2010) pour un récapitulatif des diverses études cherchant à mesurer l'impact des changements de notes sur les cours obligataires.

³⁴ Les « effets de falaise » sont des variations brutales de cours déclenchées par l'abaissement d'une note en dessous d'un certain seuil.

³⁵ Une agence comme Moody's défend cette idée : voir Moody's (2011), *Moody's Investors Service Looks Forward as Regulatory Landscape Evolves*, 3 juin.

et S&P. Les régulateurs nationaux seraient chargés de vérifier qu'ils ne sont pas des extrapolations des notations financières mais reposent bien sur des modèles robustes et indépendants, pouvant incorporer non seulement le risque de crédit, mais également les autres types de risque (liquidité, change, contrepartie, etc.).

Bien que reposant grandement sur les notations financières externes, les règles prudentielles de Bâle II ont ouvert la voie à l'utilisation des modèles internes (*Internal Rating Based*). Les nouvelles normes de Bâle III vont un peu plus loin en présentant certaines mesures destinées à réduire la dépendance à l'égard des *ratings* et à neutraliser les « effets de falaise » (Banque des Règlements Internationaux, 2011). Ces initiatives sont positives mais elles doivent être de plus grande ampleur. C'est en « ré-internalisant » l'analyse du risque que l'on parviendra à se « désintoxiquer » de la notation financière, à multiplier les opinions sur les marchés et à « re-responsabiliser » les régulateurs et les investisseurs.

Le retrait des références aux notations dans les réglementations financières rend superflues certaines propositions destinées à lutter contre les conflits d'intérêts et à encadrer l'activité des agences.

4.2. LA LUTTE CONTRE LES CONFLITS D'INTÉRÊTS

Les propositions en matière de lutte contre les conflits d'intérêts appellent plusieurs commentaires.

Le principe de rotation (qu'il s'applique à toutes les classes d'actifs ou uniquement aux produits structurés) est inadéquat et inutile. Il est inadéquat pour plusieurs raisons. Il 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. Le principe de rotation est surtout inutile dès lors que les émetteurs de dette ne sont plus tenus de se faire noter. Ceux-ci auraient la liberté de solliciter une ou plusieurs agences ou de n'en solliciter aucune.

Deux types de conflits d'intérêts ont fait l'objet de propositions spécifiques de la part de la Commission européenne.

Un premier type de conflit d'intérêts est relatif aux investisseurs qui sont simultanément au capital de deux agences de notation. Le projet d'amendement au règlement (CE) n° 1060/2009 présenté en novembre 2011 a certes identifié le problème en précisant qu'aucune entité ne devrait détenir plus de 5 % du capital de deux agences simultanément. Mais lorsque l'on examine l'actionnariat de Moody's et de McGraw-Hill, force est de constater que Capital World Investors est le seul fonds d'investissement qui serait concerné par la nouvelle législation (tableau 8). Cinq autres groupes qui sont à la fois actionnaires de référence de Moody's et de McGraw-Hill (Vanguard Group, T. Rowe Price Associates, State Street Corp, Independent Franchise Partners et BlackRock Institutional Trust Co) ne seraient pas concernés par cette nouvelle mesure. De toute évidence, ce seuil de 5 % est inopérant. Par conséquent, il serait plus pertinent d'exiger des agences qu'elles publient, dans leurs rapports annuels par exemple, la liste de leurs vingt premiers actionnaires ou la liste des actionnaires détenant au moins 1 % de leur capital. Dans le cas de Fitch et de S&P, il s'agirait, respectivement, de rendre publique la liste des actionnaires de référence de Fimalac et de McGraw-Hill.

Tableau 8 : liste des dix actionnaires de référence de Moody's et de McGraw-Hill au 31 décembre 2011

Nom des actionnaires de Moody's Investors Service	%	Nom des actionnaires de McGraw-Hill	%
Berkshire Hathaway Inc	12,77	Capital World Investors	8,99
Capital World Investors	8,19	Vanguard Group, Inc.	4,88
Valueact Capital Management, L.p.	7,45	State Street Corp	4,76
Vanguard Group Inc.	4,92	OppenheimerFunds, Inc.	4,36
T. Rowe Price Associates Inc.	4,47	Dodge & Cox	3,30
AllianceBernstein LP	3,63	Jana Partners LLC	3,19
State Street Corp	3,28	T. Rowe Price Associates, Inc.	3,12
Independent Franchise Partners LLP	2,79	BlackRock InstitutionalTrust Co. NA	3,07
Manning & Napier Advisors, LLC	2,42	Morgan Stanley I.M. Inc.	2,44
BlackRock Institutional Trust Co. NA	2,30	Independent Franchise Partners LLP	2,19
Total	52,22	Total	40,30

Source : Morningstar.com

Un deuxième type de conflit d'intérêts porte sur la situation des investisseurs qui détiennent 10 % du capital ou des droits de vote d'une agence et sont simultanément membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance d'une entité notée par l'agence en question ou sont au capital de cette entité. Là encore, le seuil de 10 % nous semble largement inopérant. Il serait plus judicieux que les agences publient,

dans leurs rapports annuels, les participations de leurs actionnaires de référence dans les entités qu'elles notent.

Les autres propositions de la Commission européenne en matière de lutte contre les conflits d'intérêts (procédures de contrôle interne ; muraille de Chine entre les activités commerciales et les services de notation ; principe de rotation des analystes), qui viennent s'ajouter au respect du code de bonne conduite instauré par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV 2004) auquel le règlement (CE) n° 1060/2009 fait référence, vont dans le bon sens et devraient permettre d'améliorer l'objectivité et l'indépendance des notations.

4.3. L'ENCADREMENT DE L'ACTIVITÉ DES AGENCES

Le retrait des notations des réglementations financières contribue à réorienter les mesures de contrôle et de supervision des agences. Les exigences en matière de transparence doivent ainsi être privilégiées au détriment des approches coercitives.

Une mesure contenue dans la proposition de règlement de la Commission européenne nous semble dangereuse : il s'agit de celle qui imposerait aux agences de notifier aux émetteurs de dette tout changement de note ou de perspective au moins un jour ouvrable avant la publication de la décision. Ce délai est trop long. Il est susceptible d'accroître le risque de fuite d'information et de délit d'initiés. Un délai de 6 à 12 heures serait préférable et uniquement pour les *Corporate*.

La proposition chargeant l'AEMF de contrôler les méthodologies des agences et de vérifier leur cohérence est positive, dès lors que les pouvoirs du régulateur européen ne sont pas trop intrusifs. Il serait par exemple dommageable de conférer à l'AEMF un pouvoir d'invalidation des méthodologies, ce qui fut un temps envisagé.

L'instauration d'une plateforme au sein de l'AEMF qui aurait pour mission de compiler les informations relatives aux émetteurs de dette (instruments notés, *ratings*, changements de note et de perspective survenus avec les dates) est positive. Elle offrirait aux émetteurs et aux investisseurs une vue d'ensemble des actions engagées par les diverses agences enregistrées. Les parlementaires européens pourraient cependant se montrer encore plus ambitieux en permettant à l'AEMF de comparer les notes des agences entre elles et en comparant leurs performances.

Les agences pourraient publier la distribution de leurs probabilités de défaut, leurs taux de défaut et leurs ratios d'efficacité pour chaque classe d'actifs. L'AEMF rédigerait un rapport qui commenterait les résultats présentés, mettant en lumière les forces et les faiblesses de chaque agence. Par ailleurs, le régulateur analyserait les performances des agences en comparant les taux de défaut et les ratios d'efficacité pour chaque classe d'actifs³⁶. L'AEMF commenterait les divers résultats et les consignerait dans un second rapport. Les deux rapports seraient rendus publics et disponibles sur le site du régulateur. De même, l'AEMF devrait être habilitée à procéder à des auditions *ad hoc* des analystes des agences. Par exemple, il serait pertinent de les interroger chaque fois qu'un émetteur ou un produit financier est tombé en défaut après avoir été noté en catégorie investissement au cours de l'année précédente. De telles auditions permettraient de cerner d'éventuelles failles dans les méthodologies de notation ; elles seraient consignées dans un rapport public.

Plusieurs propositions visant à renforcer la transparence des agences sont positives : publication des honoraires versés par chaque client, informations sur la répartition géographique et professionnelle des effectifs et sur les raisons de l'arrêt d'une notation. D'autres semblent inutilement intrusives car elles partent du principe que les agences sont des « quasi-régulateurs » et qu'elles doivent donc être scrupuleusement encadrées. C'est le cas par exemple des mesures qui obligeraient les agences à publier un résumé des *meeting minutes* et à rendre publics les noms des membres du comité de notation qui décident d'un éventuel changement de note ou de perspective. Ce qui est légitimement exigé de banques centrales ne saurait l'être de simples acteurs de marché.

En revanche, nous considérons que les législateurs européens devraient être plus vigilants en ce qui concerne les moyens mobilisés par les agences. Les enquêtes de la SEC et les auditions conduites par le Sénat américain ont prouvé que les agences sont en situation de sous-effectif chronique. Entre 2002 et 2006, Moody's a augmenté ses effectifs en charge de la notation des CDOs de 24 % alors que le nombre de CDOs notés connaissait un bond de 700 %³⁷. Par conséquent, il conviendrait que l'AEMF surveille de près l'évolution des moyens affectés pour chaque classe d'actifs et demande que ceux-ci soient rendus publics.

³⁶ Ces comparaisons requerraient de constituer des échantillons d'émetteurs et d'instruments notés simultanément par plusieurs agences. Voir Gaillard (2011) pour une application concrète aux notations souveraines.

³⁷ U.S. SEC (2008), *Examination Report for Moody's Investor Services, Inc. ("Moody's")*, SEC OCIE : http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0602-sec-ocie-report.pdf

4.4. LA STIMULATION DE LA CONCURRENCE

La question de la concurrence au sein de l'industrie de la notation était centrale tant que les agences servaient d'auxiliaires aux régulateurs. Il était en effet problématique que la solvabilité des émetteurs et la qualité des portefeuilles des investisseurs reposent sur l'opinion de deux, voire trois agences. À partir du moment où les *ratings* disparaissent des réglementations financières, il devient prioritaire de mieux connaître les notations des différentes firmes enregistrées auprès de l'AEMF et de comparer leurs performances ; c'est que devrait permettre la plateforme au sein du régulateur européen.

Les législateurs européens souhaitent également favoriser la naissance d'une agence de notation européenne indépendante. Plusieurs options seraient envisageables : une entité directement rattachée à la Banque Centrale Européenne (BCE), voire un département créé en son sein, ou une fondation privée financée par des entreprises et institutions financières privées³⁸. Cette agence indépendante serait chargée de noter les États membres de l'Union européenne, voire l'ensemble des États du monde. Cette spécialisation dans la notation souveraine présenterait plusieurs avantages. Tout d'abord, elle répondrait à une préoccupation fondamentale : l'accroissement inquiétant des dettes publiques européennes et le risque d'insolvabilité au sein de la zone euro³⁹. Ensuite, elle offrirait une nouvelle approche du risque souverain. On pourrait en effet envisager de confier la notation des États à des macro-économistes, des experts des finances publiques et des questions politiques et institutionnelles, et pas seulement à des analystes financiers, comme c'est actuellement le cas avec Fitch, Moody's et S&P.

Le cabinet Roland Berger et la Fondation Bertelsmann travaillent depuis plusieurs mois à un projet d'agence de notation indépendante, spécialisée dans le souverain (Roland Berger 2011 et Bertelsmann Foundation 2012). Le cabinet Roland Berger se financerait via les acteurs du secteur financier européen tandis que la Fondation Bertelsmann bénéficierait de l'appui d'acteurs privés mais aussi publics⁴⁰. Cette dernière aurait l'intention d'attribuer ses premiers *ratings* dès le mois de septembre 2012 afin de recueillir l'avis des investisseurs. Ces deux initiatives méritent d'être saluées car elles favorisent la pluralité des opinions.

³⁸ Afin d'éliminer tout risque de conflit d'intérêts, on pourrait limiter la contribution de chaque entité à 1 % ou 2 % du financement total.

³⁹ Grenier, J.-Y. (2012), « La longue durée des dettes publiques : l'Europe et les autres », *Politique étrangère*, vol.77, n° 1.

⁴⁰ Certains États seraient sur le point d'être sollicités.

4.5. LES MESURES SPÉCIFIQUES À CERTAINES CLASSES D'ACTIF

L'essence même de la notation financière consiste à mesurer, sur une échelle unique et universelle, la solvabilité de tous les émetteurs et instruments de dette, quel que soit leur type (État, collectivité locale, entreprise, établissement de crédit, compagnie d'assurance, produit structuré, etc.). Par conséquent, toute mesure applicable à certaines classes d'actifs est susceptible de biaiser non seulement l'analyse menée par les agences mais aussi la perception que les investisseurs auront de la notation.

Par exemple, les législateurs européens souhaitent réduire les marges de manœuvre des agences en matière de changements des notes souveraines. En cas de révision semestrielle des notes souveraines (qui se différencierait de la révision annuelle en vigueur pour les autres classes d'actifs), il y aurait un risque d'accroissement des tensions sur le marché obligataire, les investisseurs anticipant une plus grande instabilité des notations. En cas d'obligation faite aux agences de communiquer chaque année un calendrier fixant les dates des éventuelles modifications de notations souveraines, le risque serait de voir un excès de volatilité des cours obligataires souverains durant les jours qui précèdent chaque annonce. Dès lors que les notations ont été évacuées des réglementations financières, il apparaît logique de laisser la liberté aux agences de dégrader et d'*upgrader* quand elles le jugent opportun.

En outre, obliger les agences à publier une évaluation détaillée de leurs critères quantitatifs et qualitatifs chaque fois qu'elles modifient une note ou une perspective souveraine serait excessivement intrusif. Il en est de même s'il leur était demandé d'établir une pondération précise de ces critères.

Signalons également que l'idée d'interdire les notations souveraines en cas de forte aversion au risque sur les marchés serait contre-productive car elle aurait un impact pro-cyclique néfaste. En effet, les investisseurs interprèteraient cette interdiction comme un signal de forte détérioration de la solvabilité de l'État concerné : ils « surréagiraient » en vendant massivement leurs titres souverains et en spéculant à la baisse.

Enfin, imposer que les produits structurés soient notés par au moins deux agences créerait une rente inutile dans un secteur où les grands acteurs de la notation ont clairement montré leurs limites.

4.6. LA RESPONSABILITÉ CIVILE DES AGENCES

La Commission et le Parlement européen semblent avoir pris la mesure du problème en ce qui concerne la mise en cause de la responsabilité civile des agences. En effet, il serait absurde de poursuivre une agence au motif qu'elle a noté trop haut un émetteur de dette qui a ultérieurement fait défaut ou trop bas un émetteur qui est resté solvable. Les notations étant ravalées au rang de simples opinions, une erreur de *rating* ne saurait déboucher sur des poursuites. En revanche, les infractions relatives au non-respect des règles de lutte contre les conflits d'intérêts, du principe de rotation, des fréquences de notation, des règles de transparence, des délais en matière d'information due aux émetteurs de dette et de transmission des changements méthodologiques à l'AEMF et l'absence de notification et de révision d'une note suite à la découverte d'une erreur de méthodologie constituent des fautes qui devraient selon les législateurs ouvrir la voie à des recours de la part des investisseurs.

Ainsi, l'article 35a du texte de la Commission européenne visant à amender le règlement (CE) n°1060/2009 pose les bases d'un nouveau régime de responsabilité civile. Il prévoit que les agences seraient civilement responsables si jamais elles contrevenaient, intentionnellement ou suite à une grave négligence, aux réglementations relatives à la notation financière, portant ainsi préjudice à des investisseurs.

À cette mesure, inadéquate et peu réaliste (comment évaluer le préjudice subi par un État en cas d'erreur de notation d'une dette souveraine), nous préférons l'institution d'une obligation de publicité la plus large possible (une annonce dans au moins un organe de presse économique dans chacun des pays où l'agence est présente), aux frais de l'agence, des infractions qui seraient relevées par l'AEMF.

CONCLUSION

La prochaine réforme du secteur de la notation est cruciale. Au-delà de l'encadrement plus strict des agences, le nouveau règlement européen doit permettre de « re-responsabiliser » l'ensemble des grands acteurs de marché. Depuis 1931, et surtout depuis les années 1980, les notations financières ont été utilisées abusivement par les régulateurs et les investisseurs. Elles ont, de façon de plus en plus systématique et rigide, servi à distinguer les émetteurs sûrs des émetteurs risqués ; à ostraciser les émetteurs présentant une probabilité de défaut trop élevée ; à calibrer le niveau de risque des portefeuilles ; etc. Cette dépendance excessive à l'égard de la notation a atteint son paroxysme lorsque certaines propositions avancées ces dernières années et destinées à « remettre au pas » les agences consistaient à les transformer quasiment en « agences publiques » chargées de produire un service public et de se montrer, opportunément, « conciliantes » avec les pouvoirs publics en repoussant le risque systémique. C'est avec ces multiples formes d'« intoxication » qu'il faut rompre aujourd'hui afin que les *ratings* redeviennent ce qu'ils auraient toujours dû demeurer : de simples opinions.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Artus, P., Betbèze, J-P., Boissieu, C. (de) et Capelle-Blancard, G. (2008), « La crise des *subprimes* », Rapport du conseil d'analyse économique.

Autorité des Marchés Financiers (2010), *Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation*, 9 juillet.

Autorité des Marchés Financiers (2011), *Position AMF n°2011-13 relative au classement des OPCVM en équivalent de trésorerie – Textes de référence : article 222-3 du règlement général de l'AMF*, 23 septembre.

Banque des Règlements Internationaux (2009), « Stocktaking on the Use of Credit Ratings », *Basel Committee on Banking Supervision – The Joint Forum*, juin.

Banque des Règlements Internationaux (2011), « Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems », *Basel Committee on Banking Supervision*, juin.

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

Cantor, R. et Packer, F. (1994), « The credit rating industry », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, été-automne.

Council of the European Union (2012), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) N° 1060/2009 on credit rating agencies – Presidency Compromise*, 10 avril.

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

Financial Stability Board (2010), *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 27 octobre.

Gaillard, N. (2010), *Les agences de notation*, collection Repères, La Découverte.

Gaillard, N. (2011), *A Century of Sovereign Ratings*, Springer.

Hempel, G. (1971), *The Postwar Quality of State and Local Debt*, NBER.

Hickman, W. B. (1960), *Statistical Measures of Corporate Bond Financing Since 1900*, Princeton University Press.

Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (2004), *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, décembre.

Roland Berger (2011), *Blueprint for a European Rating Agency*, 12 septembre.

U.S. Securities and Exchange Commission (2008), *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, juillet.

U.S. Securities and Exchange Commission (2011), *2011 Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, septembre.

U.S. Senate (2011), *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, 13 avril.

REMERCIEMENTS

L'Institut Montaigne remercie les personnes suivantes qui ont accepté d'être auditionnées dans le cadre de cette étude :

- **Jean-Paul Betbèze**, chef économiste, Crédit Agricole SA
- **Pierre Cailleteau**, Managing Director, Lazard International
- **Gunther Capelle-Blancard**, professeur d'économie, Université Paris I Panthéon-Sorbonne, directeur adjoint du CEPII
- **Eric Chaney**, chef économiste, AXA Investment Managers
- **Patrick de la Chevardière**, directeur financier, groupe Total
- **Thierry Francq**, secrétaire général, Autorité des Marchés Financiers
- **Dominique Graber**, directrice des affaires institutionnelles et européennes, BNP Paribas
- **Etienne Lacomme**, directeur de la trésorerie et du financement groupe, Vallourec
- **Eric Le Coz**, directeur général adjoint, Carmignac Gestion
- **Thierry Martel**, directeur général, Groupama
- **Philippe Mills**, directeur général, Agence France Trésor
- **Sophie Stabile**, directrice financière, groupe Accor
- **Pascal Werner**, directeur financements, investissements et amorçage, Commissariat général à l'Investissement

L'Institut Montaigne souhaite également remercier particulièrement les personnes suivantes pour leur relecture critique de cette étude :

- **Frédéric Bonnevey**, associé, Anthera Partners
- **Pierre Cailleteau**, Managing Director, Lazard International
- **Vincent Gros**, secrétaire général, LCH.Clearnet
- **Emmanuel Moulin**, ancien conseiller économique à la Présidence de la République
- **Lionel Zinsou**, président, PAI partners, membre du Comité directeur de l'Institut Montaigne

Les opinions exprimées dans ce rapport n'engagent ni ces personnes ni l'institution qu'elles représentent.

LES PUBLICATIONS DE L'INSTITUT MONTAIGNE

- Insatisfaction au travail : sortir de l'exception française
par Étienne WASMER (avril 2012)
- Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle (mars 2012)
- Une fiscalité au service de la « social compétitivité » (mars 2012)
- La France au miroir de l'Italie
Marc Lazar (février 2012)
- Pour des réseaux électriques intelligents (février 2012)
- Un CDI pour tous
Céline Gleize (novembre 2011)
- Repenser la politique familiale
Michel Godet (octobre 2011)
- Formation professionnelle : pour en finir avec les réformes inabouties
Pierre Cahuc, Marc Ferracci, André Zylberberg (octobre 2011)
- Banlieue de la République
Gilles Kepel avec la collaboration de Leyla Arslan, Sarah Zouheir
(septembre 2011)
- De la naissance à la croissance : comment développer nos PME (juin 2011)
- Reconstruire le dialogue social (juin 2011)
- Adapter la formation des ingénieurs à la mondialisation
Romain Bordier, Aloïs Kirchner et Jonathan Nussbaumer (février 2011)
- « Vous avez le droit de garder le silence... »
Comment réformer la garde à vue
Kami Haeri (décembre 2010)
- Gone for Good? Partis pour de bon ?
Les expatriés de l'enseignement supérieur français aux États-Unis
Ioanna Kohler (novembre 2010)
- 15 propositions pour l'emploi des jeunes et des seniors (septembre 2010)
- Afrique - France. Réinventer le co-développement (juin 2010)
- Vaincre l'échec à l'école primaire (avril 2010)
- Pour un Eurobond. Une stratégie coordonnée pour sortir de la crise
Frédéric Bonnevey (février 2010)
- Réforme des retraites : vers un big-bang ?
Jacques Bichot (mai 2009)
- Mesurer la qualité des soins
Denise Silber (février 2009)

- Ouvrir la politique à la diversité
Eric Keslassy (janvier 2009)
- Engager le citoyen dans la vie associative (novembre 2008)
- Comment rendre la prison (enfin) utile (septembre 2008)
- Infrastructures de transport : lesquelles bâtir, comment les choisir ?
(juillet 2008)
- HLM, parc privé
Deux pistes pour que tous aient un toit
Gunilla Björner (juin 2008)
- Comment communiquer la réforme (mai 2008)
- Après le Japon, la France...
Faire du vieillissement un moteur de croissance
Romain Geiss (décembre 2007)
- Au nom de l'Islam...
Quel dialogue avec les minorités musulmanes en Europe ?
Antonella Caruso (septembre 2007)
- L'exemple inattendu des Vets
Comment ressusciter un système public de santé
Denise Silber (juin 2007)
- Vademecum 2007-2012
Moderniser la France (mai 2007)
- Après Erasmus, Amicus
Pour un service civique universel européen (avril 2007)
- Quelle politique de l'énergie pour l'Union européenne ? (mars 2007)
- Sortir de l'immobilité sociale à la française
Anna Stellingner (novembre 2006)
- Avoir des leaders dans la compétition universitaire mondiale (octobre 2006)
- Comment sauver la presse quotidienne d'information (août 2006)
- Pourquoi nos PME ne grandissent pas
Anne Dumas (juillet 2006)
- Mondialisation : réconcilier la France avec la compétitivité (juin 2006)
- TVA, CSG, IR, cotisations...
Comment financer la protection sociale
Jacques Bichot (mai 2006)
- Pauvreté, exclusion : ce que peut faire l'entreprise (février 2006)
- Ouvrir les grandes écoles à la diversité (janvier 2006)
- Immobilier de l'État : quoi vendre, pourquoi, comment (décembre 2005)
- 15 pistes (parmi d'autres...) pour moderniser la sphère publique (novembre 2005)

- Ambition pour l'agriculture, libertés pour les agriculteurs (juillet 2005)
- Hôpital : le modèle invisible
Denise Silber (juin 2005)
- Un Contrôleur général pour les Finances publiques (février 2005)
- Mondialisation et dépossession démocratique : le syndrome du gyroscope
Luc Ferry (décembre 2004)
- Cinq ans après Lisbonne : comment rendre l'Europe compétitive (novembre 2004)
- Ni quotas, ni indifférence : l'entreprise et l'égalité positive
Laurent Blivet (octobre 2004)
- Pour la Justice (septembre 2004)
- Régulation : ce que Bruxelles doit « vraiment » faire (juin 2004)
- Couverture santé solidaire (mai 2004)
- Engagement individuel et bien public (avril 2004)
- Les oubliés de l'égalité des chances (janvier 2004 - Réédition septembre 2005)
- L'hôpital réinventé (janvier 2004)
- Vers un impôt européen ? (octobre 2003)
- Compétitivité et vieillissement (septembre 2003)
- De « la formation tout au long de la vie » à l'employabilité (septembre 2003)
- Mieux gouverner l'entreprise (mars 2003)
- L'Europe présence (tomes 1 & 2) (janvier 2003)
- 25 propositions pour développer les fondations en France (novembre 2002)
- Vers une assurance maladie universelle ? (octobre 2002)
- Comment améliorer le travail parlementaire (octobre 2002 – épuisé)
- L'articulation recherche-innovation (septembre 2002 – épuisé)
- Le modèle sportif français : mutation ou crise ? (juillet 2002 – épuisé)
- La sécurité extérieure de la France face aux nouveaux risques stratégiques
(mai 2002)
- L'Homme et le climat (mars 2002)
- Management public & tolérance zéro (novembre 2001)
- Enseignement supérieur : aborder la compétition mondiale à armes égales ?
(novembre 2001 – épuisé)
- Vers des établissements scolaires autonomes (novembre 2001 – épuisé)

Les publications peuvent être obtenues auprès
du secrétariat de l'Institut (Tél. : 01 58 18 39 29)
et sont également téléchargeables sur le site internet :
www.institutmontaigne.org

INSTITUT MONTAIGNE



GDF Suez
The Boston Consulting Group
Axa
Cremonini
Carrefour
Areva
Rallye – Casino
Allianz
Air France KLM
Servier Monde
Groupama
Bouygues
BNP Paribas
Development Institute International - Dii
BPCE
Bolloré
STMicroelectronics
SNCF Groupe
Redex
McKinsey & Company
Lazard Frères
Anthera Partners
Michel Tudel & Associés
EADS
Egon Zehnder International
Pierre & Vacances
LVMH – Moët-Hennessy – Louis Vuitton
Schneider Electric
Equistone Partners Europe
Caisse des Dépôts
APC – Affaires Publiques Consultants
Groupe Dassault
Eurazeo
Linedata Services
RTE Réseau de Transport d'Electricité
HSBC France
Tecnet Participations
CNP Assurances
SFR
RATP
PricewaterhouseCoopers
Rothschild & Cie
Sodexo

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

INSTITUT MONTAIGNE



VINCI
abertis
JeantetAssociés
The Royal Bank of Scotland France
BearingPoint
Veolia Environnement
Capgemini
GE Money Bank
Association Passerelle
International SOS
Ondra Partners
Sanofi-aventis
Voyageurs du monde
Vivendi
Média-Participations
KPMG S.A.
sia conseil
Assemblée des Chambres Françaises de Commerce et d'Industrie
Tilder
M6
Wendel Investissement
Total
Davis Polk & Wardwell
3i France
august & debouzy avocats
Mercer
WordAppeal
Ricol, Lasteyrie et Associés
IBM
ISRP
Mazars
PAI
Vallourec
Générale de Santé
La Banque Postale
Microsoft
Middlebury
France Télécom – Orange
Stallergenes
Allen & Overy
Suez environnement
Groupe Sorin
Cabinet Ngo Cohen Amir-Aslani
Google

SOUTIENNENT L'INSTITUT MONTAIGNE

Imprimé en France
Dépôt légal : juillet 2012
ISSN : 1771-6756
Achévé d'imprimer en juillet 2012

INSTITUT MONTAIGNE



COMITÉ DIRECTEUR

Claude Bébéar Président

Henri Lachmann Vice-président et trésorier

Nicolas Baverez Économiste, avocat

Jacques Bentz Président, Tecnet Participations

Guy Carcassonne Professeur de droit public, Université Paris Ouest Nanterre La Défense

Mireille Faugère Directrice, AP-HP

Christian Forestier Administrateur général, Cnam

Michel Godet Professeur, Cnam

Françoise Holder Présidente du Conseil de surveillance, Paul et administrateur, Groupe Holder

Natalie Rastoin Directrice générale, Ogilvy France

Jean-Paul Tran Thiet Avocat associé, White & Case

Arnaud Vaissié PDG, International SOS
et président de la Chambre de commerce française de Grande-Bretagne

Philippe Wahl Président du directoire, La Banque Postale

Lionel Zinsou Président, PAI partners

PRÉSIDENT D'HONNEUR

Bernard de La Rochefoucauld Fondateur, Institut La Boétie

CONSEIL D'ORIENTATION

PRÉSIDENT

Ezra Suleiman Professeur, Princeton University

Henri Berestycki Mathématicien, EHESS et université de Chicago

Loraine Donnedieu de Vabres Avocate, associée gérante, JeantetAssociés

Jean-Paul Fitoussi Professeur des Universités, Sciences Po et président, OFCE

Marion Guillou Présidente, INRA
et présidente du Conseil d'administration, École polytechnique

Pierre Godé Vice-président, Groupe LVMH

Sophie Pedder Correspondante à Paris, *The Economist*

Guillaume Pepy Président, SNCF

Hélène Rey Professeur d'économie, London Business School

Laurent Bigorgne Directeur

INSTITUT MONTAIGNE



IL N'EST DÉSIR PLUS NATUREL QUE LE DÉSIR DE CONNAISSANCE

Remettre la notation financière à sa juste place

Apparue au début du 20^{ème} siècle, la notation financière a connu depuis les années 1970 un développement accéléré, accompagnant les mutations du capitalisme depuis 40 ans. Progressivement, la notation s'est vu attribuer un rôle de « quasi-régulateur », la plaçant ainsi au cœur du fonctionnement des marchés financiers.

La crise qui a commencé en 2007 a mis en lumière les limites voire les dysfonctionnements d'une activité fortement oligopolistique, aux méthodologies peu transparentes et aux conséquences pro-cycliques. Aux Etats-Unis comme en Europe des réglementations ambitieuses visant à encadrer l'activité des agences sont en cours d'élaboration.

Cette étude de l'Institut Montaigne revient en détail sur l'histoire et le rôle de la notation financière depuis sa création. Elle met en lumière les limites de cette activité très particulière et formule des propositions concrètes afin de se « désintoxiquer » de la notation financière.

Institut Montaigne

38, rue Jean Mermoz - 75008 Paris

Tél. +33 (0)1 58 18 39 29 - Fax +33 (0)1 58 18 39 28

www.institutmontaigne.org - www.desideespourdemain.fr

10 €

ISSN 1771-6756

Juillet 2012