



# Étude sur l'état du marché de notation de crédit Rapport Final - Synthèse

*MARKT/2014/257/F4/ST/OP*

## **CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ**

Les informations et les vues énoncées dans cette étude sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position officielle de la Commission européenne. La Commission européenne ne garantit pas l'exactitude des données incluses dans cette étude. Ni la Commission européenne ni aucune personne agissant pour le compte de la Commission européenne ne peuvent être tenues responsables de l'usage qui pourrait être fait des informations qui y sont contenues.

DOI: 10.2874/686257  
ISBN: 978-92-79-50595-9

© Union Européenne, 2016.

Reproduction est autorisée à condition que la source soit mentionnée.

## Table des Matières

Table des Matières.....	3
Synthèse .....	4
Clause de non-responsabilité.....	4
But de la présente étude.....	4
Méthodologie.....	4
Résultats et conclusions.....	5
<i>Concurrence et concentration</i> .....	5
<i>Analyse des impacts de la réglementation CRA3</i> .....	6
<i>Extension de la réglementation CRA3</i> .....	7
<i>Modèles de rémunération</i> .....	7
<i>Concurrence future et concentration</i> .....	8

## Synthèse

### Clause de non-responsabilité

Les informations et les vues énoncées dans la présente étude sont celles de l'auteur (s) et ne reflètent pas nécessairement la position officielle de la Commission. La Commission ne garantit pas l'exactitude des données incluses dans cette étude. Ni la Commission ni aucune personne agissant pour le compte de la Commission ne peuvent être tenues responsables de l'usage qui pourrait être fait des informations qui y sont contenues.

### But de la présente étude

Les principales dispositions des dernières réformes de la réglementation de l'Agence de Notation de Crédit (CRA3) se sont concentrées sur:

- Améliorer la concurrence dans le marché de la notation de crédit.
- Mieux résoudre les conflits d'intérêts.
- Améliorer la divulgation d'information sur les instruments financiers structurés.

Le but de cette étude est de faire le point sur la situation actuelle et les développements récents du marché de la notation de crédit. Cette étude vise également à évaluer la capacité d'une gamme de mesures contenues dans la réglementation CRA3 à atteindre les trois objectifs mentionnés ci-dessus. L'analyse identifie également des mesures et modifications potentielles de certains aspects de ces réformes et en évalue les impacts potentiels ainsi que la faisabilité.

### Méthodologie

Afin d'entreprendre cette étude, nous avons effectué diverses tâches de collecte analyse et d'information:

- Revue de la littérature. Cela inclut la littérature académique, ainsi que des rapports de politiques et documents de travail préparés par les deux organismes de réglementation concernés et des acteurs de l'industrie. Nous avons également eu accès aux Conseils Techniques de l'ESMA (Autorité européenne des marchés financiers) à la Commission Européenne. Une bibliographie des sources est incluse en annexe.
- Nous avons développé un cadre analytique décrivant les impacts potentiels, positifs et négatifs de la réglementation CRA3, qui met l'accent sur l'impact sur la concurrence. Ce cadre, du moins au départ, visait à être exhaustif dans sa couverture des impacts possibles, capturant des hypothèses alternatives sur les résultats de la régulation CRA3. La période de temps depuis la mise en œuvre de la réglementation et ce rapport est limitée, mais nous avons malgré cela cherché des preuves pour appuyer ou réfuter l'existence de certains impacts. Comme pour la revue de la littérature, nous avons été aidés dans cette tâche par nos collaborateurs universitaires, à savoir le Dr Dion Bongaerts, le Dr Nelson Camanho et la Dr Sandra Einig.
- Le travail de terrain. Nous avons distribué des enquêtes et mené des entretiens avec des agences de notation de crédit (ANC), des investisseurs et des émetteurs / promoteurs de produits notés. Nous avons également été en contact avec les autorités locales.

- Collecte et analyse des données. Ceci comprend l'analyse de données provenant de CEREP, aimablement mis à notre disposition par l'ESMA.

## Résultats et conclusions

### Concurrence et concentration

Le marché des ANC est fortement concentré, tant au niveau global qu'au niveau des catégories de produit individuelles (obligations d'entreprise et souveraines et instruments financiers structurés, IFS). Les mesures de part de marché et indice HHI basés sur les revenus totaux (provenant de l'activité de notation et des services auxiliaires) impliquent des niveaux de concentration légèrement inférieurs par rapport à des mesures fondées sur les revenus provenant de l'activité de notation de crédit uniquement. Toutefois, cette situation est probablement due, au moins en partie, aux différentes définitions et traitement des «services auxiliaires» d'une agence de notation à une autre au sein de leur Rapports de Transparence, à partir desquels nous avons extrait les données de l'analyse. Cependant, cela pourrait également indiquer que les petites ANC comptent moins sur les revenus issus de l'activité de notation que les agences de notation plus grandes.

La concentration totale sur le marché des ANC (basée sur toutes les sources de recettes) augmente légèrement au cours de la courte période pour laquelle nous disposons de données. Nous observons la même augmentation pour les obligations d'entreprises (revenus issues des notations uniquement). La concentration dans les notes des IFS et souveraines a légèrement diminué entre 2012 et 2014. Les données actuelles suggèrent donc que la révision de la régulation des ANC n'a pas eu jusqu'à présent d'effet sur la concentration du marché. Toutefois plus de temps est nécessaire pour apprécier pleinement les effets des mesures récemment introduites (et, *a fortiori*, des mesures qui doivent encore être introduites telles que la Plate-forme Européenne de Notation ou « ERP »).

En ce qui concerne la qualité des notations, nous n'avons pas trouvé de signes d'inflation des notes ou de « contournement des règles » (« gaming »). Pourtant, il y a des signes que au moins quelques « entrants » ont souffert de problèmes de mise en route en ce qui concerne la qualité et la précision de leur méthodologie de notation.

#### *Risques posés par une forte concentration sur la stabilité financière*

L'influence de la forte concentration du marché des ANC sur la stabilité financière pourrait être importante si les agences de notation s'observaient réciproquement et alignaient rapidement leurs opinions les unes par rapport aux autres en ce qui concerne la solvabilité des émetteurs et des instruments. Un tel comportement pourrait causer de la pro-cyclicité. Cependant, il y a peu de preuves d'un tel gréganisme parmi les agences de notation. Toute apparence de gréganisme (ou même simplement de réponse aux signaux émis par d'autres agences de notation) pourrait de toute façon être expliquée par plusieurs autres facteurs. Ceux-ci incluent un traitement similaire des mêmes informations, des stratégies similaires ou une certaine phase du cycle d'affaires. Compte tenu de la limitation des preuves disponibles, notre point de vue est que la concentration du marché pourrait conduire à un niveau de risque plus élevé, mais il est probable que cela soit un effet de second ordre par rapport à des facteurs plus importants tels qu'une forme de dépendance excessive des investisseurs aux notations, la complexité des produits et autres.

## Analyse des impacts de la réglementation CRA3

### CONCURRENCE DANS LE MARCHÉ DE NOTATION DE CREDIT

**Article 8c** a eu un certain impact sur l'industrie. Cependant, l'existence d'impact sur la concurrence dans le marché de notation de crédit reste incertaine. Il est possible que l'impact soit plus important lorsque la deuxième note est accessible au public, en raison de la préférence générale des investisseurs pour les grandes agences de notation, ainsi que les relations déjà établies entre les émetteurs et les agences de notation historiques. Toutefois la mesure dans laquelle cette disposition permettrait aux plus petites ANC d'entrer dans le marché et / ou de se développer est probablement limitée.

L'efficacité de **l'article 8d** semble être diminuée par le fait que les petites agences de notation n'ont pas (du moins pas encore) une réputation suffisante parmi les acteurs du marché pour que les émetteurs les choisissent volontairement (ou même les considèrent) en tant que fournisseurs de la deuxième note. En particulier dans le cas des obligations d'entreprises, nous prévoyons que cette disposition ait un impact limité sur l'accès au marché et son expansion. Cependant, il est possible que l'article 8d en conjonction avec l'article 8c ait augmenté la demande pour les petites agences de notation pour les notations d'IFS.

En raison de la vue courante chez les investisseurs (et émetteurs) que les petites agences de notation fournissent plus des notations de qualités moindres par rapport aux grosses agences, la mesure dans laquelle ils comparent activement les petites et grandes agences est susceptible d'être faible. En conséquence l'impact immédiat de **l'article 11a** est susceptible d'être limité. Néanmoins, la majorité des régulateurs qui ont participé à notre enquête s'attendent à ce que l'article 11a ait un impact positif sur la concurrence et renforce la capacité des investisseurs à faire de bons choix d'investissement.

Enfin, la mesure dans laquelle la divulgation d'information requise par **l'article 11 (2)** aura un impact sur la concurrence, et les autres conséquences que cette disposition pourrait avoir, ne sont pas entièrement claires. La comparabilité des données entre les agences de notation pourrait augmenter grandement les chances de succès de cette disposition. Notre expérience de l'analyse des rapports de transparence des ANC a montré qu'il existe un certain nombre de facteurs qui peuvent compromettre la comparabilité des informations, même au sein de cadres de définition assez strictement définis.

### CONFLITS D'INTERET

Les agences de notation et les émetteurs ont indiqué qu'aucune des exigences relatives aux conflits d'intérêts ne les a affectés de manière significative. Ils n'étaient également pas en mesure de les décrire comme ayant un impact positif ou négatif. Les points de vue parmi les investisseurs à ce propos étaient assez variés. Les régulateurs ont exprimé en revanche une opinion nettement positive sur l'impact de ces trois dispositions sur le marché. Ils s'attendent à un impact positif à long terme sur la prévention de l'inflation des notes et à l'augmentation de la confiance des acteurs du marché. Nous considérons que le mécanisme de rotation pour les analystes de notation est une disposition qui pourrait avoir des conséquences négatives. Cela pourrait entraver le processus d'acquisition d'expérience par les analystes et ainsi provoquer une détérioration de la qualité de leurs évaluations.

### ROTATION

Les preuves tangibles de l'impact de la disposition de rotation sur le marché sont extrêmement limitées en raison des émissions restreintes d'instruments re-titrés au cours des dernières années et d'une certaine confusion parmi les acteurs du marché concernant le sens de sa formulation finale. En général, les acteurs du marché

considèrent que les conséquences négatives (telles que la volatilité accrue et des coûts plus élevés pour les émetteurs) l'emportent sur les conséquences positives (par exemple de réduction des conflits d'intérêts ou de renforcement de la concurrence). Toutefois la plupart des répondants à notre enquête ne sont pas directement touchés par la disposition. En dépit de quelques différences entre les petites et grandes agences de notation, les agences de notation en général (ainsi que les investisseurs et les régulateurs) ne s'attendent pas à ce que cette disposition ait un impact très important sur le marché. En outre, certains répondants sont susceptibles d'avoir eu à l'esprit la formulation précédente, plus forte, de la disposition. Il est donc probable qu'ils considèrent l'impact de la disposition dans sa formulation actuelle comme encore plus faible.

#### **DIVULGATION D'INFORMATION**

Les points de vue sur l'exigence de divulgation ont varié entre les acteurs du marché. Les agences de notation, les régulateurs et les investisseurs ont généralement bien accueilli la disposition et s'attendent à ce qu'elle soit bénéfique pour les investisseurs. Toutefois, les émetteurs semblaient être beaucoup plus sceptiques quant à son efficacité. Étant donné la divergence des points de vue entre les émetteurs (qui payent les coûts induits de cette disposition) et d'autres acteurs du marché (qui ne sont généralement pas conscients des coûts de conformité et sont susceptibles d'accueillir positivement la fourniture de toute information additionnelle), les commentaires de notre travail sur le terrain ne sont pas suffisantes pour tirer des conclusions définitives sur l'efficacité de la disposition relative à la divulgation d'information.

#### **Extension de la réglementation CRA3**

Le raisonnement qui mène à imposer une exigence de divulgation sur les émetteurs d'IFS semble moins applicables à d'autres instruments. Comparé aux IFS, les obligations de sociétés sont moins complexes et, historiquement, les notations de crédit ont réussi à mesurer le risque de manière satisfaisante. En outre, le coût global pour les émetteurs est susceptible d'être beaucoup plus élevé en raison d'un nombre beaucoup plus important d'émetteurs actifs sur le marché des obligations d'entreprises par rapport aux IFS. De plus, les obligations de sociétés sont dans une large mesure également achetées par des investisseurs moins sophistiqués qui sont peu susceptibles d'utiliser l'information supplémentaire lorsqu'ils prennent des décisions. Néanmoins, étendre l'exigence de divulgation à des obligations de sociétés pourrait bénéficier aux investisseurs avertis, et potentiellement renforcer la concurrence entre les agences de notation en augmentant l'attention que les investisseurs leur portent.

En termes de complexité, les obligations garanties semblent être un meilleur candidat à l'extension de cette clause car leur structure est plus complexe que celle des obligations de sociétés. Cependant, le caractère dynamique des obligations de sociétés nuirait probablement à la capacité des investisseurs à faire usage des informations supplémentaires, et imposerait un fardeau supplémentaire sur les émetteurs qui devraient mettre à jour fréquemment les informations divulguées.

Toute extension de la disposition de notation à d'autres segments de marché est susceptible de créer des difficultés importantes dans sa mise en œuvre. Étant donné le nombre probable d'émissions chaque année, il faudrait un plus grand nombre d'agences de notation que celles qui existent actuellement sur le marché.

#### **Modèles de rémunération**

Il y a eu peu de changement dans les modèles de rémunération depuis la mise en œuvre de la réglementation CRA. Malgré la variété des modèles de rémunération possibles, l'émetteur-payeur reste le modèle d'affaires dominant.

Dans le modèle émetteur-payeur, les agences de notation sont payées par les émetteurs qui souhaitent solliciter des notations de crédit pour leurs produits d'investissement. Les principaux avantages de ce modèle sont: les notations de crédit sont gratuites pour les autres acteurs au marché (puisque le coût est supporté par les émetteurs); il encourage la création de relations à long terme et permet donc aux agences de notation d'obtenir des informations privées sur les émetteurs des titres qu'elles notent; le modèle évite les comportements dits de « passager clandestin », qui étaient une caractéristique du modèle de l'investisseur payé auparavant dominant. Le plus gros désavantage de ce modèle est la présence d'un conflit d'intérêt. Il est possible que les agences de notation ne restent pas impartiales si leur principale source de revenus vient des honoraires des émetteurs. Cependant, en pratique, la mesure dans laquelle ce conflit d'intérêt affecte la volonté des agences de notation de révéler des informations pourrait dépendre de plusieurs autres facteurs, tels que la disponibilité d'informations pertinentes et la volonté des investisseurs d'utiliser cette information, la position au sein du cycle d'affaires, la complexité du produit en question, l'étendue des économies d'échelle dans le secteur des ANC, la distribution statistique de la qualité des émetteurs et enfin le nombre d'agences de notation sur le marché.

Les alternatives réelles ou théoriques - investisseur-payeur, « intérêts (propres) en jeu », la plate-forme payante, notation à but non lucratif, paie à la performance - peuvent individuellement résoudre certaines de ces lacunes, mais pas sans coûts. Ces coûts peuvent ne pas être présents (ou moins présents) dans le modèle émetteur-payeur. Ces alternatives performant également parfois moins bien en ce qui concerne certains avantages du modèle de l'émetteur-payeur.

### **Concurrence future et concentration**

#### *Évolution passée et future de la concurrence dans le marché des ANC*

Notre analyse du marché de la notation de crédit à l'échelle européenne ne montre pas de tendance à la diminution de la concentration. Bien que notre travail sur le terrain montre que depuis 2010 les parties prenantes ont remarqué une augmentation du nombre des agences de notation au sein du segment de la notation des obligations d'entreprise et les IFS, l'impact de l'entrée dans le marché sur la concurrence a été limité. Il est possible que certains barrières à l'entrée (comme la demande insuffisante pour des agences de notation supplémentaires, les coûts élevés de changement pour les émetteurs et les barrières administratives/réglementaires) inhibent le développement de concurrence.

Étant donnée la nature du marché, (les émetteurs et les investisseurs accordent une grande valeur à la réputation et l'expertise des agences de notation), des mesures qui obligent à la sélection des agences de notation au-delà de ce qui autrement serait choisi par les émetteurs, ou considéré par les investisseurs, (comme la disposition de notation, l'obligation de nommer deux agences de notation ou l'obligation de nommer une petite ANC) peuvent conduire à des conséquences imprévues ou tout simplement avoir une efficacité limitée pour promouvoir l'entrée dans le marché. Toutefois, le règlement peut avoir des avantages en termes de promotion de la concurrence au sein du marché, par exemple, en permettant de maintenir une pression concurrentielle sur les grandes agences de notation.

Nous avons examiné trois scénarios pour l'avenir éventuel de l'impact des mesures introduites par la réglementation CRA3 sur la concurrence et la concentration. Nous pensons que les évolutions probables à l'horizon 2020 sont les suivantes:

- *Scénarios d'impact bas et moyen.* Dans le segment des IFS, les parts de marché des 3 Grands et du reste probablement stable. Pas de changement dans les autres segments (obligations et re-titrisation).



- *Scénario impact élevé.* Dans le segment des IFS, la part de marché des 3 Grands diminue légèrement (de 1-2 pour cent maximum). Les gagnants sont susceptibles d'être les plus grands des petites agences de notation. Toutefois le seuil des 10 pour cent de part de marché est peu susceptible d'être atteint par ces agences de notation qui ont donc peu de chances de «progresser» en termes de rang de sélection. Les effets risquent d'être limités dans le marché des IFS. D'autres changements en termes de parts de marché sont improbables dans ce délai étant donné le conservatisme des investisseurs. De même, les changements dans les parts de marché en réponse à une ERP bien conçu sont peu probable de se produire dans ce laps de temps, même si la réputation des petites et nouvelles agences de notation pourraient augmenter peu à peu. Le principe de rotation peut avoir un certain impact sur les parts de marché dans le segment de la re-titrisation, mais étant donné l'ampleur probable du marché au cours des cinq prochaines années, ce sera très probablement concentré parmi les 3 Grands.

*Identification des mesures alternatives pour favoriser la concurrence*

Compte tenu de l'importance de l'expertise et la réputation, des mesures efficaces pour favoriser la concurrence entre agences de notation devrait encourager et faciliter le développement de ces ressources parmi les agences de notation. Ces mesures pourraient inclure : l'élaboration d'un score des notations précédentes des agences de notations, apporter des modifications à la sélection de la BCE des agences de notation approuvées pour noter les IFS, et la nomination d'agences de notation via des appels d'offre concurrentiels.

Une autre mesure qui pourrait aider les acteurs du marché à évaluer la qualité des ANC serait une échelle de notation de crédit harmonisé entre les agences de notation. Si chaque catégorie de notation avait la même interprétation (par exemple AAA ou la plus haute échelle équivalente à travers les agences de notation signifie toujours une probabilité de défaut de 1 sur 1000), alors les acteurs de marché aurait un moyen objectif d'évaluer la qualité des notes car ils connaîtraient les paramètres pertinents. Cela permettrait d'accroître la capacité des acteurs du marché à identifier la qualité des agences de notation, ce qui pourrait accélérer le processus d'acquisition de réputation des nouvelles agences de notation.

EV-02-15-691-FR-N

DOI : 10.2874/686257  
ISBN : 978-92-79-50595-9