

Fondements, portée et processus de la notation financière : analyse du rôle des agences de rating dans les marchés financiers

Foundations, Scope and Processes of Financial Rating: An Analysis of the Role of Rating Agencies in Financial Markets

Hamza OUSI MOH, (Docteur)

*Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales de Fès
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah de Fès, Maroc*

Tarik JELLOULI, (Enseignant- chercheur)

*Laboratoire Interdisciplinaire de Recherche en Économie, Finance et Management des
Organisations
Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales de Fès
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah de Fès, Maroc*

Adresse de correspondance :	Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales, B.P. A42, DHAR EL MAHRAZ, Fès, Maroc Téléphone : +212 663 21 52 58
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat, de l'usage de l'intelligence artificielle dans la rédaction, ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	OUSI MOH, H., & JELLOULI, T. (2026). Fondements, portée et processus de la notation financière : analyse du rôle des agences de rating dans les marchés financiers. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 7(4), 276–292. https://doi.org/10.5281/zenodo.19092492
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: 25/02 /2026

Accepted: 30/03/2026

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 7, Issue 04 (2026)

Fondements, portée et processus de la notation financière : analyse du rôle des agences de rating dans les marchés financiers

Résumé :

La notation financière occupe aujourd'hui une place centrale dans le fonctionnement des marchés financiers en tant que mécanisme d'évaluation du risque et de diffusion de l'information. Dans ce contexte, cet article examine la problématique suivante : dans quelle mesure la notation financière constitue-t-elle un instrument d'évaluation du risque et de régulation informationnelle des marchés financiers ? L'objectif est d'analyser les fondements conceptuels, la portée institutionnelle et le processus d'élaboration des notations attribuées par les agences de rating.

L'étude adopte une approche qualitative fondée sur une revue critique et intégrative de la littérature académique et institutionnelle consacrée aux agences de notation et à leur rôle dans l'architecture financière contemporaine.

Les résultats montrent que la notation financière dépasse la simple appréciation du risque de crédit pour s'inscrire dans un mécanisme de production et de diffusion d'information financière contribuant à la réduction des asymétries informationnelles entre émetteurs et investisseurs. Elle exerce également une fonction disciplinaire indirecte sur les organisations évaluées en influençant leurs stratégies financières et leurs pratiques de gouvernance. Toutefois, l'analyse met en évidence certaines limites structurelles, notamment les risques de conflits d'intérêts, les effets procycliques des notations et la dépendance croissante des acteurs financiers à ces évaluations.

Ces résultats permettent de repositionner théoriquement la notation financière comme un dispositif de gouvernance et de régulation informationnelle des marchés financiers.

Mots clés : Notation financière ; Agences de rating ; Risque de crédit ; Asymétrie d'information ; Discipline de marché ; Marchés financiers.

Classification JEL : G24, G32, G14, G28.

Type du papier : Recherche Théorique

Abstract:

Financial rating currently occupies a central position in the functioning of financial markets as a mechanism for risk assessment and information dissemination. In this context, this article addresses the following research question: to what extent does financial rating constitute an instrument for risk evaluation and informational regulation in financial markets? The objective of the study is to analyze the conceptual foundations, institutional scope, and methodological process underlying the ratings assigned by credit rating agencies.

The study adopts a qualitative approach based on a critical and integrative review of the academic and institutional literature on credit rating agencies and their role within the contemporary financial architecture.

The findings show that financial ratings go beyond the simple assessment of credit risk and operate as a mechanism for the production and dissemination of financial information that contributes to reducing information asymmetries between issuers and investors. It also exerts an indirect disciplinary function on rated entities by influencing their financial strategies and governance practices. However, the analysis highlights several structural limitations, particularly the risks of conflicts of interest, the procyclical effects of rating changes, and the growing dependence of financial market participants on these external evaluations.

These results make it possible to theoretically reposition financial rating as a mechanism of governance and informational regulation within financial markets.

Keywords: Financial rating; Rating agencies; Credit risk; Information asymmetry; Market discipline; Financial markets.

JEL Classification: G24, G32, G14, G28.

Paper type: Theoretical Research

1. Introduction

La financiarisation progressive des économies contemporaines et l'expansion rapide des marchés de capitaux ont profondément transformé les mécanismes d'évaluation et de gestion du risque financier. Dans un environnement marqué par la complexité croissante des instruments financiers, la mobilité internationale des capitaux et l'incertitude informationnelle, la question de la réduction des asymétries d'information entre emprunteurs et investisseurs constitue un enjeu central pour le fonctionnement efficient des marchés financiers. Dans ce contexte, la notation financière s'est progressivement imposée comme un dispositif essentiel d'évaluation et de hiérarchisation du risque de crédit.

Historiquement, la notation financière est apparue au début du XX^e siècle pour accompagner le développement du marché obligataire américain. Les premières agences spécialisées ont été créées afin de fournir aux investisseurs une information synthétique et standardisée sur la solvabilité des émetteurs. Au fil du temps, ce mécanisme s'est institutionnalisé pour devenir un pilier central de l'architecture financière internationale. Les grandes agences de notation, notamment Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings, jouent aujourd'hui un rôle déterminant dans l'évaluation de la qualité de crédit des États, des institutions financières et des entreprises. Leurs notations influencent directement le coût du financement, l'accès aux marchés de capitaux ainsi que certaines exigences réglementaires applicables aux institutions financières.

Sur le plan théorique, l'émergence et l'influence des agences de notation peuvent être interprétées à la lumière de plusieurs cadres analytiques issus de la théorie financière et de l'économie de l'information. Tout d'abord, la théorie de l'asymétrie d'information souligne que les marchés financiers sont caractérisés par une distribution inégale de l'information entre les agents économiques, ce qui peut engendrer des phénomènes d'antisélection et de rationnement du crédit (Stiglitz & Weiss, 1981). Dans cette perspective, la notation financière apparaît comme un mécanisme permettant de réduire ces asymétries en fournissant une évaluation indépendante du risque de crédit. Par ailleurs, la théorie de l'agence met en évidence les conflits d'intérêts potentiels entre les différentes parties prenantes de la firme, notamment entre les dirigeants et les investisseurs (Jensen & Meckling, 1976). Les agences de notation peuvent alors être perçues comme des intermédiaires informationnels susceptibles de discipliner les comportements opportunistes en produisant des signaux crédibles sur la qualité financière des émetteurs. Enfin, la théorie de la certification suggère que certains intermédiaires spécialisés peuvent améliorer l'efficacité des marchés en certifiant la qualité des actifs financiers et en renforçant la crédibilité de l'information disponible pour les investisseurs (Leland & Pyle, 1977).

Au-delà de ces fondements théoriques, la littérature académique a largement étudié le rôle et l'influence des agences de notation dans le fonctionnement des marchés financiers. Plusieurs travaux ont mis en évidence l'impact significatif des notations sur les conditions de financement des entreprises et des États ainsi que sur les comportements des investisseurs. Par exemple, Becker et Milbourn (2011) montrent que la concurrence entre agences de notation peut affecter la qualité des notations attribuées. D'autres études soulignent les risques de conflits d'intérêts liés au modèle économique des agences, notamment dans un système où les émetteurs financent eux-mêmes leur évaluation (Bolton, Freixas & Shapiro, 2012). Par ailleurs, certains travaux ont mis en évidence le caractère potentiellement procyclique des notations, susceptible d'amplifier les fluctuations financières et de renforcer les dynamiques de crise (Mathis, McAndrews & Rochet, 2009). Dans une perspective plus institutionnelle, White (2010) et Sinclair (2021) soulignent que les agences de notation exercent désormais une influence qui dépasse largement la simple évaluation du risque de crédit pour s'inscrire dans un système plus large de gouvernance et de régulation des marchés financiers.

Malgré l'abondance de ces travaux, une partie de la littérature demeure principalement centrée soit sur l'analyse empirique de l'impact des notations sur les marchés financiers, soit sur l'étude des défaillances des agences de notation lors des crises financières. En revanche, les dimensions conceptuelles et institutionnelles de la notation financière, notamment ses fondements, sa portée et son processus méthodologique d'élaboration, restent relativement moins explorées dans une perspective synthétique et analytique. Ce constat révèle l'existence d'un vide analytique (research gap) concernant la compréhension globale du rôle structurant des agences de notation dans l'architecture financière contemporaine.

Dans cette perspective, le présent article cherche à répondre à la question de recherche suivante : comment la notation financière s'est-elle construite comme un mécanisme structurant d'évaluation du risque et de régulation informationnelle des marchés financiers ? L'objectif est d'analyser les fondements conceptuels de la notation financière, d'examiner la portée institutionnelle des agences de rating et de présenter le processus méthodologique conduisant à l'attribution des notations.

Pour atteindre cet objectif, l'étude adopte une approche qualitative fondée sur une revue critique et intégrative de la littérature académique et institutionnelle relative aux agences de notation et à leur rôle dans les marchés financiers.

L'article est structuré comme suit. La première section présente les fondements conceptuels et historiques de la notation financière, en retraçant son émergence et ses objectifs dans les marchés de capitaux. La deuxième section analyse en premier lieu la portée institutionnelle et économique des agences de notation, en mettant en évidence leur rôle dans la régulation informationnelle des marchés financiers. En deuxième lieu, elle examine le processus méthodologique d'élaboration des notations, ainsi que les principales limites et critiques associées au modèle de notation.

2. Le concept de la notation financière

Le développement de cette recherche nécessite, en premier lieu, une compréhension approfondie des principales agences de notation, de leur évolution historique, de leurs méthodologies de notation et des différentes catégories de notes qu'elles attribuent. À cet effet, cette section sera consacrée à la présentation du concept de notation financière, de son historique, de ses objectifs et de son champ d'application. Par la suite, l'analyse portera sur la portée institutionnelle et le processus méthodologique suivi par les agences de notation dans les marchés financiers.

2.1. Origines de la notation financière

L'émergence de la notation financière s'inscrit dans le contexte de transformation des marchés de capitaux américains à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle. L'expansion rapide du marché obligataire, en particulier celui des compagnies ferroviaires, a entraîné une augmentation significative du nombre d'émetteurs et des investisseurs, rendant plus difficile l'évaluation de la solvabilité des emprunteurs. Dans ce contexte caractérisé par une forte asymétrie d'information, les investisseurs institutionnels et individuels ont progressivement recherché des intermédiaires capables de produire une information financière indépendante et standardisée sur la qualité de crédit des émetteurs (Sylla, 2002).

C'est dans ce cadre qu'apparaissent les premières initiatives de notation. En 1909, John Moody publie le premier manuel de notation consacré aux obligations des compagnies ferroviaires américaines. L'objectif de cette publication était de fournir aux investisseurs une appréciation synthétique du risque de défaut des émetteurs, permettant de faciliter la comparaison entre différents titres de dette. Cette initiative marque le point de départ d'un processus d'institutionnalisation de la notation financière comme outil d'évaluation du risque de crédit. Au cours des années suivantes, d'autres agences spécialisées se développent, notamment

Standard Statistics en 1916 et Fitch Publishing Company en 1924. À l'origine, ces institutions fonctionnaient principalement comme des entreprises d'information financière, vendant leurs analyses et leurs notations aux investisseurs à la recherche d'une information crédible et indépendante (Partnoy, 1999).

L'essor progressif des agences de notation s'explique également par leur capacité à agir comme intermédiaires informationnels au sein des marchés financiers. Dans une perspective économique, ces agences contribuent à réduire les coûts d'acquisition et de traitement de l'information pour les investisseurs, tout en fournissant des signaux synthétiques sur la qualité de crédit des émetteurs. Cette fonction de certification de l'information financière a progressivement renforcé leur crédibilité et leur influence dans les marchés obligataires (Sylla, 2002).

À partir de la seconde moitié du XX^e siècle, l'activité de notation connaît une expansion importante, accompagnant la croissance et l'internationalisation des marchés de capitaux. Les agences de notation élargissent progressivement leur champ d'intervention en évaluant non seulement les obligations d'entreprises, mais également les titres émis par les institutions financières, les collectivités publiques et les États souverains. Ce processus d'expansion contribue à transformer les agences de notation en acteurs centraux de l'infrastructure informationnelle des marchés financiers.

Plusieurs travaux ont ainsi souligné que les agences de notation ne doivent pas être considérées uniquement comme de simples producteurs d'information financière, mais comme des institutions participant à la structuration des marchés et à la diffusion de normes d'évaluation du risque. Dans cette perspective, Sinclair (2021) montre que les agences de notation ont progressivement acquis une autorité institutionnelle qui dépasse la simple production d'analyses financières pour s'inscrire dans un système plus large de gouvernance des marchés. De même, Partnoy (1999) souligne que l'influence croissante des agences résulte à la fois de leur rôle informationnel et de leur intégration progressive dans l'architecture réglementaire des systèmes financiers.

Aujourd'hui, le marché mondial de la notation financière est largement dominé par trois grandes agences internationales (Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings) souvent désignées sous l'appellation de « Big Three ». Ces institutions évaluent la qualité de crédit d'un large éventail d'émetteurs, notamment les entreprises, les institutions financières, les collectivités territoriales et les États souverains. Leur influence s'étend désormais bien au-delà du marché obligataire initial, faisant de la notation financière un élément structurant du fonctionnement des marchés financiers contemporains.

2.2. Définition et objectifs de la notation financière

Dans cette sous-section, nous proposons d'abord de définir avec précision le concept de notation financière, avant d'examiner ses objectifs fondamentaux. La notation financière constitue un mécanisme central d'évaluation de la solvabilité des émetteurs de dettes et représente un outil stratégique pour orienter les décisions d'investissement, tout en favorisant la transparence, la discipline et l'efficacité des marchés financiers. Nous analyserons également, de manière détaillée, l'étendue de son champ d'application, en mettant en lumière la diversité des entités notées ainsi que la variété des instruments financiers concernés, ce qui permet de saisir pleinement le rôle structurant et régulateur de la notation dans l'architecture financière contemporaine.

2.2.1. Définition de la notation financière

La notation financière (credit rating) peut être définie comme une opinion indépendante émise par une agence spécialisée sur la capacité et la volonté d'un émetteur à honorer ses engagements financiers dans les délais contractuels. Cette évaluation repose sur une analyse approfondie des

facteurs financiers, économiques et institutionnels susceptibles d'influencer la solvabilité de l'entité notée. Selon l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (IOSCO), la notation financière correspond à « une opinion relative au risque de crédit d'une entité, d'une obligation ou d'un instrument financier, exprimée à l'aide d'une échelle de notation standardisée » (IOSCO, 2015).

Dans la même perspective, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) considère la notation financière comme une appréciation synthétique du risque de défaut attaché à un émetteur ou à un instrument financier, permettant aux investisseurs d'évaluer la probabilité de remboursement du principal et des intérêts (AMF, 2008). La Banque centrale européenne souligne également que les notations de crédit constituent un instrument essentiel de production et de diffusion d'information financière, contribuant à la réduction des asymétries d'information entre les différents acteurs des marchés de capitaux (BCE, 2020).

Dans la littérature académique, les agences de notation sont généralement analysées comme des intermédiaires informationnels dont la fonction consiste à certifier la qualité de crédit des emprunteurs et à faciliter la comparaison entre différents instruments financiers (Partnoy, 1999 ; Sinclair, 2021). En produisant des signaux synthétiques sur le niveau de risque, ces institutions contribuent à améliorer l'efficacité informationnelle des marchés financiers et à réduire les coûts de collecte et de traitement de l'information pour les investisseurs.

Une distinction analytique fondamentale doit être opérée entre deux types principaux de notations.

Le premier concerne la notation de l'émetteur (*issuer rating*), qui évalue la capacité générale d'une entité entreprise, institution financière ou État à faire face à l'ensemble de ses obligations financières à moyen et long terme. Cette notation fournit une appréciation globale de la solvabilité de l'émetteur et constitue souvent une référence pour les investisseurs dans l'évaluation du risque de crédit.

Le second type correspond à la notation d'une émission spécifique (*issue rating*), qui porte sur un instrument financier particulier, tel qu'une obligation ou un produit structuré. Dans ce cas, l'évaluation prend en compte les caractéristiques spécifiques de l'instrument concerné, notamment son rang de priorité dans la structure de la dette, les garanties éventuelles ou les clauses de subordination qui peuvent affecter la probabilité de remboursement.

Les agences de notation utilisent généralement des échelles de notation standardisées, exprimées sous forme de symboles alphanumériques, permettant de classer les émetteurs ou les Instruments financiers selon différents niveaux de risque de crédit. Ces échelles distinguent généralement deux grandes catégories : les titres considérés comme relativement sûrs, qualifiés de « investment grade », et les titres présentant un niveau de risque plus élevé, désignés sous le terme de « speculative grade ».

Tableau 1: Echelle de notation financière selon les principales agences de notation

Signification de la note	Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings	
	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme
Prime Première qualité	Aaa	P-1 <i>Prime</i> <i>-1</i>	AAA	A-1+	AAA	F1+
High grade Haute qualité	Aa1		AA+			
	Aa2		AA			
	Aa3		AA-			
Upper medium grade Qualité moyenne supérieure	A1	A+	A-1	A+	F1	
	A2	A				
	A3	A-	A-2	A-		
Lower medium grade Qualité moyenne inférieure	Baa1	BBB+		A-3	BBB+	F2
	Baa2	BBB				
	Baa3	BBB-	A-3	BBB-	F3	
Ba1	BB+	B		BB+		B

<i>Non-investment grade, speculative</i> Spéculatif	Ba2	<i>Not prime Non Prime</i>	BB	C	BB	C						
	Ba3		BB-		BB-							
<i>Highly speculative</i> Très spéculatif	B1		B+		B+							
	B2		B		B							
	B3		B-		B-							
Risque élevé	Caa1		CCC+		D		RD	D				
Ultra spéculatif	Caa2		CCC						C	CC		
En défaut, avec quelques espoirs de recouvrement	Caa3		CCC-								C	C
	Ca		CC									
En défaut sélectif	C		C/CI/R		D		D					
En défaut		SD										
		D										

Source 1: Moody's Investors Service. (2023)¹.

La démarche de notation a connu des évolutions en ce qui concerne les déterminants des différentes notes, mais aussi les échelles de notation. De nos jours, les notations d'agences se présentent sous forme de combinaisons de lettres accompagnées ou pas d'un signe plus (+) ou moins (-) ou d'un chiffre allant de 1 à 3. Elles peuvent parfois être accompagnées d'une appréciation qualitative. Nous allons présenter les symboles de notation ainsi que les différentes appréciations qualitatives possibles.

D'une manière générale, la notation financière encore appelée note ou « rating » est l'opinion d'une agence de notation, à une date donnée, sur la capacité d'un émetteur (ou d'une émission de titres de créance) à pouvoir faire face, à temps, aux engagements financiers à terme (paiement d'intérêts, ou remboursement du principal).

Une notation est une appréciation d'une agence sur la volonté et la capacité d'un émetteur à assurer le paiement ponctuel des engagements d'un titre de créance, tel qu'une obligation, tout au long de la durée de vie de celui-ci (Moody's).

Pour une entreprise donnée, les agences évaluent l'entreprise elle-même (l'émetteur) et/ou certaines opérations de cette entreprise. Les différentes notes ou opinions des trois principales agences peuvent donc être :

- Une note portant sur un émetteur (c'est la note de crédit de référence) ou plus exactement sur un risque attaché à cet émetteur : cette note fait connaître, même « en l'absence d'une émission de titres, la capacité d'une entreprise à faire face en temps et en heure à l'ensemble de ses obligations au titre de sa dette. L'objet de l'analyse est de dégager des tendances à moyen et long termes (3 à 5 ans) et non de donner une image instantanée du risque crédit de l'émetteur » (AMF, 2008) ;
- Les notes portant sur des opérations (emprunt, emprunt obligataire, opération de financement structurée, titrisation...) et/ou sur les titres qui en découlent. Elles concernent donc des titres spécifiques émis sur le marché (par exemple des obligations) et correspondent à la capacité de paiement en temps et en heure de la totalité du principal et des intérêts d'une dette précise. Il s'agit d'une appréciation du risque de défaut de paiement que peuvent présenter les obligations et les autres titres de créances négociables. Cette note est fonction des caractéristiques des titres notés et notamment des éventuelles clauses de subordination qui y sont attachées.

On peut donc avoir plusieurs notations concernant une entité. Dans son Rapport de 2007 sur les agences de notation 2007, l'Autorité des Marchés Financiers affirme qu'une agence peut dénombrer 28 types de notations possibles concernant différents paramètres d'un même

¹ Rating symbols and definitions. <https://ratings.moody.com>
 S&P Global Ratings. (2023). Guide to credit rating essentials. <https://www.spglobal.com/ratings>
 Fitch Ratings. (2023). Rating definitions. <https://www.fitchratings.com>

émetteur et parfois avec la même échelle de notation. Les agences de notation s'efforcent d'expliquer à quoi correspond une notation lorsqu'elle est publiée.

Chaque agence possède son propre système de notation valable pour les entreprises en général. Mais la notation des banques diffère de celle des autres entreprises. Notre étude portant sur les banques, nous reviendrons plus en détail sur la démarche de notation spécifique aux banques.

En ce qui concerne les symboles et la signification des notes, en fonction de la durée initiale de la dette, les trois agences pratiquent deux types de notation : une notation long terme, qui concerne les dettes dont la maturité initiale est supérieure à un an, et une notation court terme pour les dettes de maturité initiale inférieure à 13 mois. Le tableau suivant récapitule les symboles de notation des agences Fitch, Moody's et Standard & Poor's. Ainsi, les notes d'endettement à long terme sont composées de lettres majuscules chez Fitch et Standard & Poor's alors que chez Moody's, les lettres sont en majuscule et minuscule.

L'échelle de notation long terme va du triple A (maximum) à un minimum de C (Moody's) ou à D (Fitch et Standard & Poor's). L'échelle de Fitch et Standard and Poor's est affinée par l'ajout aux notes des signes + ou -, qui montre l'émetteur se trouve envers le haut (signalé par +) ou vers le bas (signalé par -) de la classe de note correspondante. De la même manière, l'échelle de l'agence Moody's est assortie comporte un coefficient numérique 1, 2 ou 3 (par exemple Baa en Baa1, Baa2, Baa3) ; ces unités les plus fines sur l'échelle de notation sont appelées « crans » (ou « notches »).

À chaque note correspond un niveau de solvabilité et de confiance différente. Ainsi donc, grâce aux notations, les émetteurs sont classés selon des catégories qui correspondent à des degrés plus importants (risque élevé ou « speculative grade ») ou moins importants (risque faible ou « investment grade ») de risque de défaillance. Ce qui permet également, en rapprochant les échelles des agences, d'établir une correspondance entre les notes des trois agences.

Ainsi, la catégorie investissement (dettes moins risquées) s'étend de Aaa à Baa3 pour Moody's, de AAA à BBB- pour Standard & Poor's et Fitch. Les dettes spéculatives sont notées de Ba1 à C par l'agence Moody's, de BB+ à D par l'agence Standard & Poor's et de BB+ à C par l'agence Fitch.

Les échelles de notation court terme comptent entre cinq et sept crans. Les deux grandes catégories sont appelées « prime » (« prime-1 » jusqu'à « prime-3 ») pour la catégorie investissement de Moody's et « non prime » pour la spéculative (on a A-1+, A-1, A-2, A-3, puis B, C, D chez Standard & Poor's et à F1, F2, F3, puis B, C, D pour l'agence Fitch).

En outre, les agences de notation ont ajouté au système de notation alpha numérique, des appréciations qualitatives. Il s'agit de la perspective qui peut être attachée à une note, et de la mise sous surveillance.

Une perspective de notation Moody's (« rating Outlook ») est une appréciation sur l'orientation possible d'une notation à moyen terme. Une perspective de notation peut avoir quatre directions différentes : positive (POS), négative (NEG), stable (STA) et évolutive (DEV pour « Developing » c'est-à-dire conditionnée à un événement donné ou encore au fait que la conséquence des éléments positifs et négatifs affectant la note empêche de dégager une tendance). « Dans les rares cas où un émetteur se voit attacher plusieurs perspectives avec diverses orientations, un argumentaire de cette situation est détaillé dans les publications. Les perspectives concernant l'évolution probable de la qualité d'une signature à moyen terme sont calculées à un horizon de deux à trois ans chez Standard & Poor's, de douze à dix-huit mois chez Moody's et d'un à deux ans chez Fitch. Cette qualification ne constitue pas un changement prévu de note, mais le signal d'une probabilité d'évolution » (AMF, 2008).

Outre les changements de notes proprement dits, les agences peuvent mettre une entreprise sous surveillance, signalant ainsi qu'un événement particulier (le plus souvent précisé dans leur communiqué) est susceptible d'entraîner une modification de la note dans un délai proche. Dans ce cas, la note est suspendue et l'agence procède à une évaluation de l'impact de l'événement,

puis rend publique la nouvelle note qui peut être différente ou non de son niveau avant la mise sous surveillance.

Ainsi, selon la nature de l'événement qui la provoque, un émetteur peut être placé dans une liste de surveillance (« watch list ») en attendant un éventuel rehaussement (surveillance positive), un éventuel abaissement (surveillance négative) ou, plus rarement, il peut être mis sous surveillance avec orientation (« direction ») incertaine. En principe, une mise sous surveillance ne dépasse pas 60 jours, mais certaines agences ne fixent pas de délai précis.

Au vu des échelles de notation, la note d'une entité peut être dégradée ou rehaussée et rester dans la même catégorie, ou passer d'une catégorie à une autre. Nous ne saurions continuer ce travail sans tenir compte de la démarche suivie par les agences de notation, démarche au bout de laquelle une entité est classée dans l'une ou l'autre catégorie sur l'échelle de notation

2.2.2. Objectifs de la notation financière

La notation financière remplit plusieurs fonctions essentielles dans le fonctionnement des marchés financiers. D'un point de vue économique, elle vise avant tout à fournir une information synthétique et standardisée sur la qualité de crédit des émetteurs, facilitant ainsi la prise de décision des investisseurs.

Dans un environnement caractérisé par la complexité croissante des instruments financiers et par une forte asymétrie d'information entre les emprunteurs et les investisseurs, les agences de notation contribuent à réduire les coûts d'acquisition et de traitement de l'information. En agrégeant une grande quantité de données financières, économiques et institutionnelles, elles produisent une évaluation synthétique du risque de défaut, accessible à l'ensemble des participants du marché.

La notation financière constitue également un signal de crédibilité pour les émetteurs. Une bonne notation facilite l'accès aux marchés de capitaux et permet généralement de réduire le coût du financement. À l'inverse, une dégradation de la notation peut entraîner une augmentation des primes de risque exigées par les investisseurs et, par conséquent, une hausse du coût de la dette.

Par ailleurs, la littérature souligne que la notation exerce une fonction disciplinaire indirecte sur les organisations évaluées. En influençant la perception du risque par les investisseurs, les notations incitent les émetteurs à adopter des pratiques financières prudentes et à améliorer leur transparence informationnelle. Dans cette perspective, les agences de notation participent à un mécanisme plus large de discipline de marché, contribuant à la gouvernance financière des organisations (Sinclair, 2021).

2.3. Le champ d'application de la notation financière

Dans cette sous-section, nous proposons d'examiner le champ d'application de la notation financière. Celle-ci dépasse largement la simple évaluation des entreprises et concerne une diversité d'émetteurs et d'instruments financiers. L'analyse portera sur les différentes catégories d'entités notées, incluant les entreprises, les institutions financières et les gouvernements, ainsi que sur les principaux types d'instruments de dette, tels que les obligations et les produits dérivés. Cette approche permettra de saisir l'étendue et la complexité des domaines dans lesquels la notation financière exerce une influence significative, tant sur la gestion des risques que sur la prise de décision des acteurs du marché.

- ***Notation financière- score de crédit***

A strictement parler, la notation financière telle que décrite ici est un concept qui concerne la finance de marché et donc les acteurs des marchés financiers : entreprises, États, etc.

Il existe cependant un équivalent dans deux domaines :

- Le domaine des entreprises non cotées PME/TPE (c'est l'évaluation des risques-clients -

dans le cadre du risque de contrepartie à la différence de la notation financière, l'évaluation est une notation automatique réalisée sur la base des informations financières et légales.)

- Des particuliers, qu'on désignera plutôt sous le vocable de score de crédit et qui est une mesure grossière de la capacité de remboursement.

Si en Europe, ce type de score est établi par chaque banque selon sa propre politique de crédit et d'évaluation des risques, il existe des pays, dont les États-Unis, où il existe des agences de notation spécifiques à ce type de risque. Les critères utilisés sont, dans ce cas, les revenus, les crédits existants et l'historique de crédit.

- **Notation de débiteurs- Notation d'opérations**

La notation financière d'un débiteur s'intéresse à la capacité générale de ce débiteur à remplir ses engagements. Une telle notation ne donne cependant d'informations que sur la situation «actuelle» du débiteur, c'est pourquoi on peut également noter une opération individuelle. Une opération individuelle (telle qu'un emprunt ou une émission obligataire) sera par exemple notée :

- ✓ Lors de la conclusion d'un nouvel emprunt (un nouvel emprunt change la structure bilantielle de l'emprunteur et, dès lors, peut affecter sa capacité de remboursement) ;
- ✓ Lorsque l'opération présente une particularité qui fait que ses chances de remboursement sont améliorées ou moins bonnes :
 - L'emprunt est garanti par exemple par un gage, une hypothèque ou une autre forme de garantie ou de sûreté (réduction de la perte sur défaut) ;
 - L'emprunt est une opération structurée (réduction de la probabilité de défaut et de la perte sur défaut) ;
 - L'emprunt est une opération subordonnée (augmentation de la probabilité de défaut et de la perte sur défaut).

- **Notation- Notation en devise étrangère**

La notation sans autre précision mesure la capacité de remboursement en général, tandis que la notation en devise mesure la capacité de remboursement en devise étrangère.

Cette distinction n'est pas nécessairement toujours faite, mais apparaîtra indirectement par exemple du fait de la notation d'un emprunt en devises.

Ainsi, la notation d'un emprunt en dollars US d'une société européenne dépendra de l'accès de cette entreprise à une source de dollars US.

La notation en devise est particulièrement souvent présente lorsqu'il s'agit de la notation d'un État. Dans ce cas, la différence de notation reflète le fait qu'un État aura tendance à privilégier le remboursement des dettes exprimées en devise nationale, ce qui implique en principe une notation inférieure pour les emprunts en devise étrangère.

- **Notation souveraine- Plafond et notion de « risque pays »**

Les États (et d'autres collectivités publiques), tout comme les entreprises, peuvent être notés financièrement, qu'il s'agisse de pays développés (par exemple ceux de la zone euro) ou du tiers monde.

Outre les particularités qu'implique l'analyse de la solvabilité de l'État lui-même (notamment l'impact de la capacité fiscale sur sa capacité de remboursement) et ses conséquences (définition du plafond d'endettement acceptable pour la dette souveraine), la notation souveraine peut aussi influencer sur la notation des entreprises locales et leurs limites d'endettement. Les agences de notation peuvent considérer qu'une entreprise travaillant principalement dans un pays ne saurait, quelle que soit sa solidité financière, dépasser des limites liées à la politique monétaire, fiscale et budgétaire du pays. Les sociétés d'assurance-

crédit utilisent ces notations pour évaluer le risque pays concernant les opérations d'exportation notamment. Par exemple, l'évaluation du risque pays de la Coface a pour objectif d'estimer le risque de crédit moyen des entreprises d'un pays. Pour ce faire, elle utilise des données macroéconomiques, financières et politiques. Son originalité est de prendre en compte l'expérience de la Coface, dans deux dimensions : l'expérience de paiement enregistrée sur les entreprises du pays et l'appréhension de l'environnement des affaires du pays. Les notes pays de la Coface peuvent être consultées en ligne sur le site de la Coface.

3. Les agences de rating : portée et processus

Dans le paysage financier mondial, les agences de notation occupent une place prépondérante en tant qu'acteurs influents dans l'évaluation de la solvabilité et de la crédibilité des entités économiques. Cette sous-section se consacre à une exploration approfondie des agences de notation, dévoilant leur rôle essentiel dans le processus de prise de décision économique. Nous débuterons par une définition claire des agences de notation, mettant en lumière leurs objectifs fondamentaux et leur impact sur les marchés financiers. L'analyse se poursuivra en examinant les conséquences significatives qu'engendre le rating émis par ces agences, tant au niveau microéconomique que macroéconomique.

Une attention particulière sera accordée aux agences de notation financière, dévoilant leurs méthodes complexes et souvent opaques. Enfin, cette sous-section détaillera le processus de notation financière, offrant ainsi un aperçu complet des mécanismes qui sous-tendent ces évaluations cruciales pour les acteurs du monde financier. Cette exploration approfondie vise à enrichir notre compréhension des enjeux et des dynamiques liés aux agences de notation, éléments essentiels de la stabilité et de la transparence des marchés financiers contemporains.

3.1. Portée des agences de rating

La crise financière mondiale de 2007-2008 a profondément renouvelé les débats académiques et réglementaires relatifs au rôle des agences de notation financière dans les marchés de capitaux. Longtemps considérées comme des intermédiaires informationnels contribuant à réduire les asymétries d'information entre émetteurs et investisseurs, ces institutions ont fait l'objet d'une attention critique accrue à la suite des dysfonctionnements observés dans l'évaluation de certains produits financiers structurés avant la crise (Partnoy, 2009).

Dans ce contexte, plusieurs travaux ont examiné les limites structurelles du système de notation financière, notamment en ce qui concerne les incitations économiques des agences, la procyclicité potentielle des notations et la dépendance croissante des cadres réglementaires à ces évaluations externes (Bolton, Freixas & Shapiro, 2012 ; Becker & Milbourn, 2011 ; Cornaggia, Cornaggia & Xia, 2014). Ces débats ont conduit à une réévaluation du rôle institutionnel des agences dans l'architecture financière contemporaine et à l'adoption de nouvelles mesures de régulation visant à renforcer la transparence et l'indépendance du processus de notation.

L'objectif de cette sous-section est de traiter la portée des agences de rating. A cet égard, nous présenterons la définition, les objectifs, l'évolution du modèle économique des agences de rating, les critiques académiques du système de notation ainsi que le processus adopté pour le rating.

3.1.1. Définition et objectifs des agences de rating

Les agences de notation financière constituent aujourd'hui des acteurs centraux de l'infrastructure informationnelle des marchés de capitaux. Leur fonction principale consiste à évaluer la solvabilité des émetteurs de dettes entreprises, institutions financières, collectivités

publiques ou États et à synthétiser cette évaluation sous la forme d'une notation exprimant la probabilité de défaut associée à un instrument financier ou à un émetteur donné.

Dans la littérature économique, les agences de notation sont généralement analysées comme des intermédiaires informationnels spécialisés dont la mission consiste à réduire les asymétries d'information entre les emprunteurs et les investisseurs (Partnoy, 1999 ; Sinclair, 2021). En agrégeant des informations financières, macroéconomiques et institutionnelles, ces agences produisent des signaux synthétiques qui facilitent la comparaison du risque de crédit entre différents émetteurs et contribuent ainsi à l'efficacité informationnelle des marchés financiers. Le marché mondial de la notation financière est largement dominé par trois grandes agences internationales (Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings) souvent désignées dans la littérature sous l'appellation de « Big Three ». Ces institutions évaluent un large éventail d'émetteurs et leurs notations influencent directement les conditions d'accès au financement, le coût de la dette et les stratégies d'investissement des acteurs de marché.

3.1.2. Evolution du modèle économique des agences de rating

Le fonctionnement du secteur de la notation financière a connu une transformation importante au cours de la seconde moitié du XX^e siècle. Jusqu'aux années 1970, les agences de notation opéraient principalement selon un modèle économique dit "investor-pays", dans lequel les investisseurs payaient pour accéder aux analyses et aux évaluations produites par les agences. Dans ce cadre, la notation était conçue comme un service d'information destiné aux détenteurs de titres financiers.

À partir des années 1970, ce modèle a progressivement évolué vers un modèle "issuer-pays", dans lequel ce sont les émetteurs de dettes qui rémunèrent les agences afin d'obtenir une notation publique. Ce changement s'explique notamment par la diffusion croissante de l'information financière et par les difficultés à préserver la confidentialité des analyses dans un environnement caractérisé par une circulation rapide de l'information.

Cependant, cette évolution a profondément modifié la structure des incitations économiques des agences de notation. Dans le modèle issuer-pays, les agences sont rémunérées par les entités qu'elles évaluent, ce qui peut créer des conflits d'intérêts potentiels susceptibles d'affecter l'indépendance et la qualité informationnelle des notations. Bolton, Freixas et Shapiro (2012) montrent ainsi que ce modèle peut inciter les agences à adopter des évaluations plus favorables afin de préserver leurs relations commerciales avec les émetteurs.

Dans cette perspective, plusieurs travaux ont analysé le fonctionnement du marché de la notation à travers le prisme de la théorie des incitations et de l'aléa moral. Mathis, McAndrews et Rochet (2009) soulignent notamment que les agences doivent arbitrer entre la préservation de leur réputation sur les marchés financiers qui constitue leur principal actif à long terme et les bénéfices économiques immédiats associés à la satisfaction de leurs clients émetteurs.

3.1.3. Les critiques académiques du système de notation

La crise financière mondiale de 2007-2008 a donné lieu à une intensification des critiques adressées aux agences de notation. Trois axes principaux structurent aujourd'hui les débats académiques.

La première critique concerne les conflits d'intérêts inhérents au modèle issuer-pays. Becker et Milbourn (2011) montrent que l'intensification de la concurrence entre agences peut conduire à une inflation des notations, certaines agences étant incitées à adopter des évaluations plus optimistes afin d'attirer ou de conserver leurs clients.

La deuxième critique porte sur la procyclicité des notations financières. Plusieurs études ont mis en évidence que les agences de notation ont tendance à ajuster leurs évaluations avec un certain retard par rapport aux évolutions macroéconomiques et financières. Les dégradations de notation intervenant en période de crise peuvent ainsi amplifier les tensions sur les marchés

financiers et accentuer les difficultés de financement des émetteurs (Bolton, Freixas & Shapiro, 2012).

Enfin, une troisième critique concerne la dépendance croissante des cadres réglementaires aux notations externes. Dans de nombreux dispositifs prudentiels, les notations attribuées par les agences sont utilisées pour déterminer les exigences en capital des institutions financières ou pour définir les critères d'éligibilité de certains actifs financiers. Cornaggia, Cornaggia et Xia (2014) montrent que cette dépendance réglementaire renforce l'influence des agences et peut accroître l'impact systémique de leurs décisions sur les marchés financiers.

Ces différentes critiques ont conduit les autorités publiques à renforcer la régulation du secteur de la notation financière, notamment à travers l'introduction de nouvelles exigences en matière de transparence méthodologique, de gouvernance interne et de gestion des conflits d'intérêts.

3.2. Processus du rating

3.2.1. Principes fondamentaux du processus de rating

Le processus de notation financière repose sur un ensemble de principes formalisés par les instances internationales telles que l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions, 2013) et les réglementations européennes CRA I, II et III (ESMA, 2020-2023). Ces principes visent à assurer l'intégrité, l'indépendance, la transparence et la confidentialité des notations, tout en réduisant les risques d'aléa moral et de conflits d'intérêts inhérents au modèle économique dit issuer-pays (Becker & Milbourn, 2011 ; Bolton, Freixas & Shapiro, 2012).

Intégrité et qualité : l'agence doit produire une évaluation sincère et fiable, réduisant l'asymétrie d'information entre émetteurs et investisseurs.

Indépendance : toutes activités ou relations susceptibles de biaiser le jugement doivent être évitées.

Transparence : les méthodologies doivent être compréhensibles et accessibles, permettant une meilleure interprétation des notes.

Confidentialité : les informations non publiques communiquées par l'émetteur sont protégées, garantissant la sécurité des données stratégiques.

Ces principes constituent le cadre normatif de référence et servent de fil conducteur pour l'analyse du processus opérationnel adopté par les grandes agences de notation.

3.2.2. Etapes du processus de rating et cadre analytique

Le processus de notation est l'ensemble des procédures qui concourent à la mise en place d'une notation. Sa durée varie en fonction de la complexité du dossier et éventuellement de l'urgence (elle oscille entre un et deux mois en général). Il est le même pour les banques et les entreprises d'autres secteurs d'activité. Il suit plusieurs étapes : prise de contact avec l'entité à noter ; collecte d'informations ; formulation, sous forme de note, d'une opinion motivée ; publication synthétique du résultat dans la presse et suivi de la note. Nous allons présenter ci- après le processus de notation d'une agence (Fitch).

Selon l'agence Fitch, le client qui souhaite obtenir une notation signe un contrat avec un membre de l'équipe « business development ». « Son dossier est alors transmis au chef de groupe analytique du secteur concerné qui désigne une équipe en charge du dossier.

Un analyste est nommé responsable du dossier. Un second analyste est nommé en support (« back-up analyst »).

L'équipe prend contact avec le client pour obtenir les renseignements et documents nécessaires, puis fixe une réunion avec ce client qui permettra de compléter et de préciser les informations utiles. Le client peut aussi demander à une agence de réaliser un « credit assessment » qui permet à un émetteur d'avoir une idée de la note qu'il obtiendrait s'il souhaitait être noté » (AMF, 2008).

Les agences utilisent les informations publiques concernant l'entreprise et son secteur d'activité. Elles ont recours aux documents publiquement accessibles tels que les rapports annuels ; aux prospectus, actes de fiducie ou clauses spécifiques à certains titres ; aux données du marché (les évolutions des cours pour des notations court terme, les volumes des transactions, les données sur les spreads de taux) ; aux statistiques économiques provenant de groupes industriels, associations ou autres institutions telles que la Banque Mondiale ; aux données communiquées par les banques centrales, ministères ou autorités de tutelle ; aux ouvrages ou articles extraits de sources universitaires, publications financières ou informations de presse ; aux discussions avec des experts issus du secteur concerné, du gouvernement ou des milieux universitaires.

Les agences utilisent également les informations confidentielles contenues dans les documents internes de gestion (les rapports internes de gestion, les chiffres prévisionnels ou les principaux aspects stratégiques). Elles s'engagent à garantir à l'entreprise la confidentialité des informations reçues. Les notations sont publiques et peuvent être consultées sur une multitude de sources telles que Bloomberg ou SIX Telekurs ou les sites internet des agences.

À partir des données collectées, l'analyste principal chargé de la société (d'un secteur, d'un pays ou d'une catégorie d'actifs donnée) définit le cadre de l'analyse et formule une recommandation de notation accompagnée de l'argumentaire qui la sous-tend ce rapport est à usage strictement interne. Puis il convoque un comité de notation composé d'analystes spécialistes du secteur concerné (secteur bancaire dans le cas de la notation d'une banque).

La démarche de l'analyste peut être scindée en « trois grandes parties : l'étude des éléments opérationnels et environnementaux, notamment l'appréciation du degré de dépendance de la société à un secteur d'activité par rapport à l'évolution économique globale ; l'analyse des ratios financiers et comptables ; l'analyse de la structure et de la stratégie financière de l'entreprise.

Ce dernier point fait souvent l'objet d'entretiens avec l'entreprise au cours desquels les dirigeants expliquent la façon dont ils envisagent leur politique de financement et de distribution des résultats au cours des mois suivants et l'évolution de leur structure capitalistique » (AMF, 2008) Les agences Fitch, Moody's et Standard and poor's précisent que leur démarche passe à la fois par une évaluation de paramètres qualitatifs et quantitatifs. L'importance des différents ratios est évidemment fonction du secteur d'activité des entreprises notées.

Selon l'AMF (l'Autorité des Marchés Financiers), les éléments qualitatifs et quantitatifs jugés généralement pertinents pour la notation des entreprises sont les suivants :

« Des facteurs quantitatifs : chiffre d'affaires, taux de croissance, ratios de rentabilité, ratios de levier financier et de couverture, ratio de capitalisation, cash-flow disponible, ratio de liquidité, principaux ratios financiers propres à un secteur, ajustements hors bilan, variation du fonds de roulement, dépenses d'investissement (maintien du niveau et évolution), éléments exceptionnels, flux de financement, y compris dividendes... »

« Des facteurs qualitatifs : secteur(s) d'activité, principaux marchés, position(s) de marché, portefeuille d'activités, diversification géographique, stratégie commerciale, taille de la société, barrière à l'entrée, avantages concurrentiels, opportunités de croissance, politique financière, qualité de gestion, structure financière et aspects structurels, analyse de liquidité et de maturité de la dette, analyse des principales caractéristiques d'un titre, structure juridique, structure d'actionariat, gouvernement d'entreprise et cadre réglementaire ».

« L'agence détermine le profil de risque de l'entreprise par rapport à son activité (en prenant en compte le risque pays, les caractéristiques de l'activité, la position de la société par rapport à ses concurrents, les produits, la technologie, la stratégie et la compétence du management, la rentabilité de la société par rapport aux autres sociétés du même secteur d'activité...) et son profil financier (c'est-à-dire les comptes de l'entreprise, le cash-flow, la structure de capital, la liquidité...) » (AMF, 2008) .

Le nombre de participants au comité de notation convoqué peut varier selon la taille de l'émetteur, la complexité du dossier, la zone géographique et du fait que ce type d'opération a déjà ou non été réalisé par l'agence.

Le comité se prononce sur la proposition de l'analyste. Dans sa décision de notation, le comité prend en compte les comparatifs internationaux afin d'assurer une cohérence dans la notation. Cette décision est prise à la majorité des voix, ou sous forme de consensus en fonction des agences. « La décision du comité est communiquée au client par l'analyste en charge du dossier, en indiquant les éléments sur lesquels se base la notation. Les agences précisent que l'entreprise a la possibilité de faire appel, uniquement sur la base d'informations nouvelles substantielles, de nature à pouvoir faire changer son profil de risque ou ses perspectives, et donc d'influer sur la notation. Si l'entreprise ne fait pas appel à la notation, l'agence fait parvenir à la société l'analyse avant publication » (AMF, 2008)

Le contrat de notation signé entre l'agence et la société peut préciser que la note ne doit pas être rendue publique. Après la publication, les agences assurent le suivi de la note afin de déterminer si elle mérite d'être modifiée.

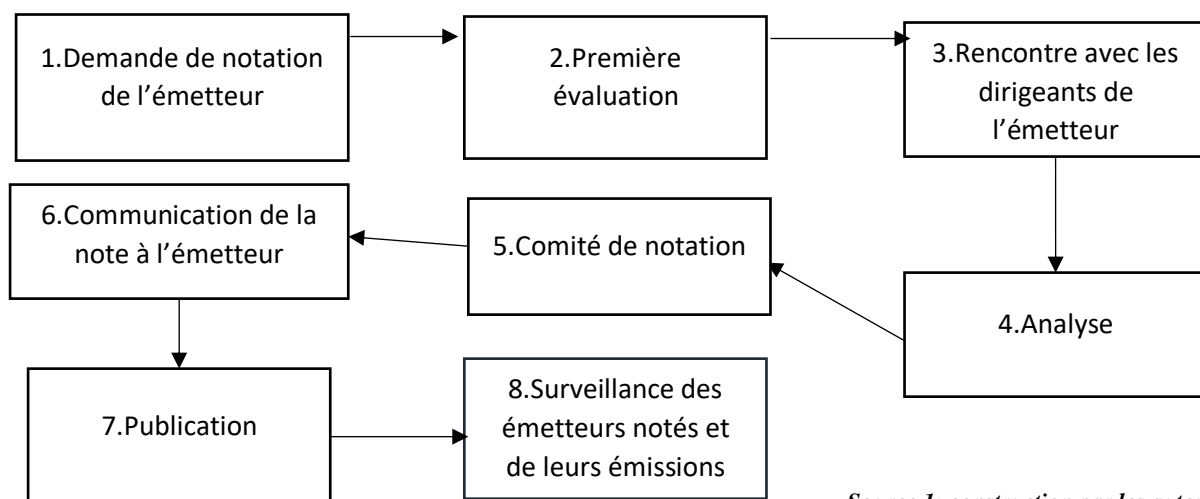
À ce stade, le client mécontent peut simplement refuser celle-ci, auquel cas la note ne sera pas publiée (et le contrat avec l'agence vraisemblablement rompu...après paiement de la commission convenue).

Si le contrat avec l'agence est maintenu (et la notation en principe rendue publique), l'agence peut revoir la notation à tout moment, que ce soit à la suite de la survenance d'un événement particulier (évolution économique, perte de clientèle soudaine, ...) ou à la suite d'une des visites régulières chez le client (en général au moins une fois par an).

La révision peut aboutir à un changement dans la notation (augmentation ou baisse de notation) ou à la mise sous surveillance. Une mise sous surveillance est avec implication positive ou négative et ouvre une période limitée dans le temps au cours de laquelle l'agence finalise sa position (généralement pas plus d'un mois).

La figure suivante propose une représentation synthétique du processus de notation financière. Elle met en évidence les principales étapes de production de la notation ainsi que leur articulation, offrant ainsi une vision structurée et simplifiée des mécanismes mobilisés par les agences de notation.

Figure 1: processus de rating



Source 1: construction par les auteurs

3.2.3. Analyse théorique et implications

Cette sous-section analyse les implications théoriques et pratiques du processus de notation financière, en mettant en évidence l'impact du modèle issuer-pays sur les incitations et conflits d'intérêts, la contribution des notations à la réduction des asymétries d'information, et les

enjeux liés à la procyclicité et à la dépendance réglementaire. Elle illustre comment ces mécanismes influencent la qualité des signaux financiers et la stabilité des marchés.

- ***Modèle économique et conflits d'intérêts***

Le passage du modèle investor-pays au modèle issuer-pays modifie les incitations économiques. Les agences, rémunérées par les émetteurs, peuvent être tentées d'attribuer des notes plus favorables. Le processus décrit (analyse indépendante, comité, possibilité de recours) représente un mécanisme de contrôle contractuel visant à limiter l'aléa moral (Mathis, McAndrews & Rochet, 2009).

- ***Réduction des asymétries d'information***

La combinaison de données publiques et internes permet de produire un signal synthétique et crédible pour les investisseurs, contribuant à l'efficacité informationnelle des marchés (Partnoy, 1999 ; Sinclair, 2021). Les comités de notation et les méthodes standardisées renforcent la robustesse des signaux.

- ***Procyclicité et dépendance réglementaire***

La dépendance des régulateurs et investisseurs aux notations peut accentuer la procyclicité des marchés (Cornaggia, Cornaggia & Xia, 2014). Les agences ajustent parfois leurs notations avec retard, amplifiant les tensions en période de crise. La formalisation du processus, notamment la surveillance post-publication, constitue un outil de mitigation.

4. Conclusion

En conclusion, cet article propose une lecture renouvelée du rôle des agences de notation en les appréhendant non seulement comme des producteurs d'information, mais comme des acteurs inscrits dans un système d'incitations complexes, à l'intersection de la théorie des contrats et de l'économie de l'information. L'analyse met en évidence que le processus de notation, loin d'être purement technique, constitue un dispositif institutionnalisé de réduction des asymétries d'information, structuré par des mécanismes de gouvernance interne (comités, procédures de validation) visant à arbitrer entre crédibilité, indépendance et contraintes économiques. En ce sens, la contribution principale de cet article réside dans la mise en perspective du processus de notation comme un mécanisme de régulation informationnelle, dont l'efficacité dépend étroitement de la qualité des incitations et des dispositifs de contrôle qui l'encadrent.

Toutefois, ces résultats doivent être interprétés à la lumière de certaines limites. D'une part, l'analyse repose principalement sur une approche descriptive et conceptuelle, sans validation empirique directe des mécanismes identifiés. D'autre part, le cadre d'étude demeure centré sur les grandes agences internationales, ce qui limite la portée des conclusions dans des contextes alternatifs ou émergents. Enfin, l'absence d'un cadre théorique unifié intégrant simultanément les dimensions informationnelles, contractuelles et institutionnelles constitue une limite qui ouvre la voie à des approfondissements futurs.

Dans cette perspective, plusieurs pistes de recherche peuvent être envisagées. Il serait notamment pertinent d'examiner l'émergence d'acteurs alternatifs, tels que Dagong Global Credit Rating, et d'analyser leur capacité à redéfinir les équilibres du marché de la notation. De même, le développement des technologies financières ouvre la voie à de nouveaux modèles de notation fondés sur l'intelligence artificielle et les données massives, susceptibles de transformer les modes d'évaluation du risque. Par ailleurs, l'intégration croissante des critères ESG dans les notations constitue un champ d'investigation prometteur, notamment en ce qui concerne leur articulation avec les notations de crédit traditionnelles. Enfin, l'analyse de l'impact des notations souveraines sur les économies émergentes, en particulier dans des contextes de vulnérabilité financière, apparaît comme un prolongement essentiel pour mieux comprendre les effets systémiques de la notation.

Ainsi, loin de clore le débat, cet article souligne la nécessité de poursuivre les recherches sur les transformations du secteur de la notation financière, dans un environnement marqué par des mutations technologiques, réglementaires et géopolitiques croissantes.

Références

- (1). Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- (2). Becker, B., & Milbourn, T. (2011). How did increased competition affect credit ratings? *Journal of Financial Economics*, 101(3), 493–514. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.012>
- (3). Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2012). The credit ratings game. *The Journal of Finance*, 67(1), 85–111. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01709.x>
- (4). Booth, J. R., & Smith, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 261–281. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90057-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90057-7)
- (5). Cornaggia, J., Cornaggia, K. J., & Xia, H. (2014). Revolving doors on Wall Street. *Journal of Financial Economics*, 113(3), 400–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.005>
- (6). European Securities and Markets Authority. (2021). *Annual report on EU credit rating agencies*. <https://www.esma.europa.eu>
- (7). European Securities and Markets Authority. (2023). *Supervisory briefing on credit rating agencies*. <https://www.esma.europa.eu>
- (8). Fitch Ratings. (2023). *Ratings definitions*. <https://www.fitchratings.com>
- (9). International Organization of Securities Commissions. (2015). *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*. <https://www.iosco.org>
- (10). Mathis, J., McAndrews, J., & Rochet, J.-C. (2009). Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies? *Journal of Monetary Economics*, 56(5), 657–674. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2009.02.003>
- (11). Moody's Investors Service. (2023). *Rating symbols and definitions*. <https://ratings.moodys.com>
- (12). Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of financial markets? Two thumbs down for the credit rating agencies. *Washington University Law Quarterly*, 77(3), 619–712.
- (13). Sinclair, T. J. (2021). *The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness* (Updated ed.). Cornell University Press.
- (14). Standard & Poor's Global Ratings. (2023). *Guide to credit rating essentials*. <https://www.spglobal.com/ratings>
- (15). Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.