



**HAL**  
open science

## Le contrôle international des agences de notation financières

Charles Bergier

► **To cite this version:**

Charles Bergier. Le contrôle international des agences de notation financières. Droit. Université Côte d'Azur, 2018. Français. NNT : 2018AZUR0014 . tel-01863563

**HAL Id: tel-01863563**

**<https://theses.hal.science/tel-01863563>**

Submitted on 28 Aug 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



# THÈSE DE DOCTORAT

## Le contrôle international des agences de notation financière

**Charles BERGIER**

Laboratoire de Droit International et Européen EA 7414 (LADIE)

**Présentée en vue de l'obtention  
du grade de docteur en droit  
d'Université Côte d'Azur**

**Dirigée par :** Jean-Christophe Martin/Louis  
Balmond

**Soutenu le :** 2 juillet 2018

**Devant le jury, composé de :**

Louis Balmond, Professeur, Université de Tou-  
lon

Thierry Garcia, Professeur, Université Grenoble  
Alpes

Patrick Jacob, Professeur, Université de Ver-  
sailles Saint-Quentin-en-Yvelines

Jean-Christophe Martin, Professeur, Université  
Côte d'Azur

# Le contrôle international des agences de notation financière

## Jury :

### Président du jury

Thierry Garcia, Professeur, Université Grenoble Alpes

### Rapporteurs

Thierry Garcia, Professeur, Université Grenoble Alpes

Patrick Jacob, Professeur, Université de Versailles Saint-Quentin-en-Yvelines

### Examineurs

Louis Balmond, Professeur, Université de Toulon

Jean-Christophe Martin, Professeur, Université Côte d'Azur

## Résumés et mots clés

Titre : Le contrôle international des agences de notation financière

Alors qu'il ressort de la volonté de contrôler les agences de notation financière des initiatives nationales et régionales concrètes, elles ne restent toutefois pas harmonisées. Cette situation n'est cependant pas rédhibitoire. A titre d'exemple, alors que l'UE et les États-Unis disposent tous deux d'un système d'enregistrement distinct des agences afin qu'elles puissent exercer sur leur territoire, il apparaît logique de penser, et donc à terme d'envisager, qu'un enregistrement ou une agrégation universelle constituerait un premier pas fort vers l'harmonisation des réglementations. Il est dans ce cadre possible d'affirmer que l'harmonisation des réglementations américaine et européenne pourrait constituer un premier pas vers un cadre supra-étatique de réglementation des agences de notation financière. Il resterait dès lors à définir si ce sont les standards européens qui s'appliqueraient, ou ceux de la réglementation américaine potentiellement moins ambitieuse. Et encore, cette piste de réflexion serait parfaitement juste si il ne fallait pas également prendre en compte la montée des économies des pays émergents qui souhaitent changer la donne. Il serait donc nécessaire de s'accorder avant tout sur un système convenant à tout un chacun, hypothèse fort difficile mais qui mérite des questionnements. En outre, pour contrôler les agences de notation financière de manière efficace et contraignante (ce que n'est malheureusement pas le Code de bonne conduite de l'OICV), il ne faut pas non plus négliger la possibilité de voir émerger un droit international économique issu de standards financiers. Ce processus ne serait ainsi pas seulement bénéfique dans le cadre de la création d'un contrôle international des agences de notation, il le serait également dans le développement d'un droit international financier contraignant. Dans le cadre des agences de notation, le développement des standards financiers s'est fait en réponse aux besoins des autorités de régulation nationales à la recherche d'un équilibre entre le maintien de la compétitivité de leur place financière et la nécessité d'une stabilité du système financier. Ces standards permettent aux institutions de coopération de se positionner comme des autorités internationales de standardisation pour les secteurs concernés. Ils constituent indubitablement la piste de réflexion la plus sérieuse pour un contrôle international efficace des agences de notation financière.

Mots clés : Agences de notation financière, notation financière, contrôle international.

Titre : The international control of credit rating agencies

To control credit rating agencies, some national and regional initiatives are concrete, but they do not are harmonized. This situation is not, however, prohibitive. For example, while the EU and the US both have a separate registration system for credit rating agencies to exercise on their territory, it makes sense to think, and therefore ultimately consider, that a universal registration or aggregation would be a strong first step towards regulatory harmonization. It is in this context that the harmonization of US and European regulations could be a first step towards a supra-state regulatory framework for credit rating agencies. It remains to be defined whether European standards would apply, or those of the potentially less ambitious American regulation. And this line of thought would be perfectly fair if it was not also necessary to take into account the rise of emerging countries that want to change the situation. It would therefore be necessary to agree first and foremost on a system that is suitable for everyone, a very difficult hypothesis that deserves questioning. In addition, in order to control credit rating agencies in an effective and binding manner (which is unfortunately not the case for the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies), the possibility of emerging international economic law made from financial standards. This process would thus not only be beneficial in the context of creating international control for credit rating agencies, it would also be beneficial in the development of a international financial law. In the context of credit rating agencies, the development of financial standards has been in response to the needs of national regulatory authorities seeking a balance between maintaining the competitiveness of their financial centers and the need of stability for the financial system. These standards allow cooperation institutions to position themselves as international standardization authorities for the sectors concerned.

Keywords : Credit rating agencies, rating, international control

## REMERCIEMENTS

A tous ceux qui m'ont aidé et soutenu durant la rédaction de ce travail.

Je tiens à exprimer en premier lieu au Professeur Louis Balmond, Directeur de ma thèse, mes sincères remerciements, pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant de diriger et d'encadrer mes recherches, pour ses précieux conseils, sa gentillesse, sa disponibilité et sa bienveillance à l'égard de mon travail mais aussi de moi-même. Qu'il veuille bien trouver ici toute l'expression de ma sincère reconnaissance.

Je remercie également le Professeur Jean-Christophe Martin, co-Directeur de ma thèse, pour ses conseils et sa supervision ; mais aussi pour m'avoir permis d'affronter certaines difficultés administratives avec facilité et bonne humeur.

Je remercie le Professeur Thierry Garcia, pour avoir accepté d'être co-Directeur de ma thèse pendant une année, avant son départ pour Grenoble.

Je remercie le Professeur Patrick Jacob et les membres du jury d'avoir accepté d'évaluer mon travail, ainsi que d'honorer de leur présence la soutenance de cette thèse.

Je remercie tous ceux qui m'ont aidé lors de la rédaction de ma thèse ainsi que ceux qui m'ont accompagné au quotidien, que ce soit les personnes présentes depuis le début de mes études ou celles m'ayant rejoint à la fin.

Je remercie enfin ma famille. Ma gratitude va avant tout à mes parents, qui nous ont toujours soutenus avec bienveillance ma sœur et moi, qui nous ont accompagnés avec force et n'ont jamais jugé nos choix. Je remercie ma sœur pour son soutien et son écoute dans les moments de remise en question. J'adresse également mes remerciements à mes grands parents pour le temps passé à la relecture de mon travail, pour les conseils donnés et pour les attentions qu'ils m'ont portées.

Trouvez ici l'expression de mon attachement et de ma gratitude, en espérant pouvoir vous rendre fiers.

## Liste des abréviations

OMC : Organisation Mondiale du Commerce

FMI : Fonds Monétaire international

S&P : Standard & Poor's

SEC : Securities and Exchange Commission

NRSRO : Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

ACRA : Analytical Credit Rating Agency

UE : Union Européenne

OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

AMF : Autorité des Marchés Financiers

CBCB : Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire

BRI : Banque des Règlements Internationaux

OEEC : Organismes Externes d'Évaluation de Crédit

OICV : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs

AEMF : Autorité Européenne des Marchés Financiers

CRARA : Credit Rating Agency Reform Act

CSF : Conseil de Stabilité Financière

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économique

HHI : Herfindahl-Hirschman Index

CPDO : Constant Proportion Debt Obligation

FED : Federal Reserve System (Réserve Fédérale américaine)

CDO : Collateralized Debt Obligation (obligation adossée à des actifs)

CDS : Credit Default Swap

CE : Commission Européenne

CNUCE : Conférence des nations-Unis pour le Commerce et le Développement

BRICS : Acronyme désignant le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud

IFOP : Institut Français d'Opinion Publique

COFACE : Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur

AAI : Autorités Administratives Indépendantes

GAO : United States Government Accountability Office

CRI : Credit Research Initiative

PIB: Produit Intérieur Brut

CERVM : Comité Européen des Régulateurs des marchés de Valeurs Mobilières

SESF : Système Européen de Surveillance Financière

CERS : Comité Européen du Risque Systémique

ABE : Autorité Bancaire Européenne

AEAPP : Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles

CJUE : Cour de Justice de l'Union Européenne

CEREP : Central Repository/Registre central de statistiques sur les performances des notations

OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

AES : Autorités Européennes de Surveillance

AECRA : European Association of Credit Rating Agencies

PESF : Programme d'Évaluation du Secteur Financier

GAFI : Groupe d'Action Financière

CIJ : Cour Internationale de Justice

CDI : Commission du Droit International

SFP : Statistiques de Finances Publiques

## **SOMMAIRE**

**Introduction générale**

**TITRE I : Les limites de la régulation internationale des agences de notation financière par les instruments universels**

**Chapitre I : L'activité de notation : un contrôle difficile**

**Chapitre II : Une évolution vers une régulation internationale des agences de notation financière**

**TITRE II : La contribution de systèmes juridiques partiels à la construction d'une régulation internationale des agences de notation financière**

**Chapitre I : Le contrôle européen des agences de notation financière : une évolution progressive vers l'exemplarité**

**Chapitre II : L'évolution significative de la réglementation américaine**

**Chapitre III : Vers un meilleur contrôle international des agences de notation financière**

**Conclusion générale**

## INTRODUCTION GENERALE

Le droit international économique trouve sa source dans le droit international du commerce. Toutefois, étant un droit marqué par son évolution, comme le soulignent les Professeurs Jourdain-Fortier et Micklitz, il dépasse aujourd'hui les grandes institutions économiques mondiales que peuvent être l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), le Fonds Monétaire International (FMI) ou encore la Banque mondiale, pour trouver sa place auprès des grandes institutions mondiales non économiques comme l'Organisation Mondiale de la Santé ou le Programme des Nations-Unies pour l'Environnement qui se sont retrouvées confrontées progressivement à des questions d'ordre économique<sup>1</sup>. Cette évolution est également soulignée par les Professeurs Carreau et Juillard affirmant que « [...] le perfectionnement du droit international économique l'amène, dorénavant, à pénétrer en des domaines qui n'étaient pas les siens »<sup>2</sup>. De plus, en observant l'émergence de nouvelles institutions régionales, voire d'instruments bilatéraux, qui multiplient les acteurs institutionnels opérant dans le domaine du droit international économique, on observe également, phénomène plus important peut-être, que la mondialisation a promu une nouvelle méthode législative : l'État n'agit plus seul, mais s'inscrit dans un réseau de coopération. Ainsi, la concurrence internationale est réglementée par les accords OMC, certains secteurs ou activités économiques sont encadrés par des accords internationaux spécifiques, par tout un réseau de règles établies par diverses organisations d'intégration régionales ou encore par d'innombrables accords bilatéraux. Le Professeur Ullrich affirme ainsi qu'« [...] il y a toute une superstructure de droit économique international. Elle ne se réduit pas à un « droit international du commerce », mais constitue un droit international du marché »<sup>3</sup>. De cette vision de droit international du marché, qui peut s'entendre comme le droit régissant le lieu sur lequel se rencontrent l'offre et la demande, ne peut être écartée une part importante, à savoir le droit financier international. En effet, l'activité financière est un des vecteurs du développement de l'économie puisqu'elle permet notamment d'assurer son financement à travers l'endettement ou les marchés financiers. S'il est difficile de donner une définition exhaustive de la finance, il est possible de la désigner comme les activités liées à la monnaie et à ses représentations<sup>4</sup>. Alors que les activités financières n'ont fait que

---

<sup>1</sup> JOURDAIN-FORTIER C., MICKLITZ H-W., « La transformation du droit international économique », *Revue internationale de droit économique*, 2012/2 (t. XXVI), p. 127.

<sup>2</sup> CARREAU D., JUILLARD P., *Droit international économique*, 5ème édition, Dalloz, 2013, p. 4.

<sup>3</sup> ULLRICH H., « La mondialisation du droit économique : vers un nouvel ordre public économique. Rapport introductif », *Revue internationale de droit économique*, 2003/3 (t.XVII), p. 294.

<sup>4</sup> BISMUTH R., *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruylant, 2011, p. 5.

s'internationaliser durant les dernières décennies, de nouveaux risques sont apparus. Afin d'y répondre, deux options sont envisageables, à savoir des réponses strictement nationales ou des réponses à caractère international à travers le développement d'un cadre juridique multilatéral. Or, il apparaît que chacune de ces deux possibilités sont soumises à des contraintes importantes de la part du droit international<sup>5</sup>. Pour ce qui est des limites posées par le droit international aux réponses strictement nationales, elles se caractérisent par l'immatérialité des activités financières et leur décomposition spatiale entraînant des difficultés d'articulation des compétences étatiques reposant essentiellement sur une approche territoriale. Dès lors, et avec la non reconnaissance en matière de droit de la concurrence et des marchés financiers de la théorie des effets en droit international<sup>6</sup>, « [...] lorsque l'activité est difficilement objectivement localisable, l'assise essentiellement tellurique du droit international apparaît inadéquate »<sup>7</sup>. Concernant les contraintes au développement d'un cadre multilatéral, Régis Bismuth est là aussi très clair, affirmant que « [...] aucune obligation internationale de dimension globale ne lie les États en matière de contrôle et de surveillance des activités financière »<sup>8</sup>. Cette situation est notamment due à la difficulté pour le droit international de s'adapter aussi rapidement que ce que les activités financières l'exigent. Le droit financier international, composante du droit international économique, est donc un droit peu développé. Or, ce phénomène de difficulté de réglementation internationale se trouve aggravé dans le cadre des agences de notation financière puisque celles-ci cumulent la nature financière avec la problématique toujours complexe du contrôle sur le plan international. Ainsi, le 8 novembre 2008, Pascal Lamy, alors Directeur général de l'OMC, déclarait : « je remarque qu'il y a des organisations mondiales pour le commerce, la santé, l'environnement, les télécommunications, l'alimentation. Il existe deux "trous noirs" dans la gouvernance mondiale : la finance, [...], et les migrations, [...] »<sup>9</sup>. Pour ce qui est de la finance, près de 10 ans plus tard, et même si de nombreuses initiatives nationales ou régionales ont été prises, aucune initiative d'ordre international n'a vu le jour. Or, puisque les agences de notation financière agissent à l'échelle planétaire, il est impératif que la communauté internationale, par l'entremise du droit international public, se donne des outils de régulation et de réglementation supra-étatiques pour les agences.

---

<sup>5</sup> *Ibid.*, p. 15.

<sup>6</sup> *Ibid.*, p. 18.

<sup>7</sup> *Ibid.*

<sup>8</sup> *Ibid.*, p. 19.

<sup>9</sup> FAUJAS A., LEMAÎTRE F., « Pascal Lamy : "Il faut une régulation contraignante" », *Le Monde*, 9 novembre 2008.

## Les agences de notation financière

On dénombre aujourd'hui près de 150 agences de notation financière opérant sur les marchés financiers à travers le monde. Ces agences varient considérablement en fonction de leur taille (certaines n'exercent que dans un seul pays ou un seul secteur quand d'autres ont leur activité à travers le monde) ou de leurs méthodologies. Les trois plus grandes agences que sont *Standard and Poor's (S&P)*, *Moody's* et *Fitch Rating* opèrent à l'échelle internationale et composent un oligopole surnommé *The big three*. Ces agences ont plusieurs types de clientèles dont des entreprises privées et des collectivités locales, qui pour être notées, s'acquittent d'environ 62.000 euros auxquels s'ajoute la souscription à un abonnement de surveillance pouvant atteindre la moitié de cette somme. Dans ce cas de figure, les notes sont basées à la fois sur des données publiquement disponibles mais également sur des informations qui ne sont pas accessibles au public et qui sont volontairement divulguées par l'entité notée à l'agence. Une fois le contrat de notation souscrit entre l'agence et l'émetteur, ce dernier envoie les documents nécessaires à l'analyse, documents permettant l'évaluation des forces et des faiblesses de l'entreprise qui concourt à la détermination de sa qualité de crédit. Lorsque la note est établie par l'agence, elle est publiée sauf si l'entreprise renonce à sa publication. Sitôt publiée, la note fait l'objet d'un suivi permanent permettant de prendre en compte tous les éléments qui pourront intervenir ultérieurement et avoir une influence aussi bien positive que négative sur la qualité de crédit de l'émetteur noté. Cet émetteur doit donc communiquer régulièrement à l'agence de notation ses comptes et toutes les informations pouvant modifier son profil. Lorsque surviennent des événements particuliers susceptibles d'influencer sensiblement la qualité de crédit, la note peut être mise sous surveillance en attendant l'événement annoncé ou en cours et dont les conséquences définitives ne sont pas encore connues. Enfin, il faut préciser qu'à tout moment, une note peut être modifiée si l'agence l'estime nécessaire, l'émetteur ne peut pas refuser la publication de la mise sous surveillance ou la modification de la note.

A partir des années 70, les agences de notation ne vont plus se contenter de noter seulement cette clientèle, *Moody's* commence ainsi à développer et à étendre la notation aux États et aux nombreux émetteurs publics d'obligations, tels la Banque Mondiale ou la Banque Européenne d'Investissement. Ces notations, et plus particulièrement les notations souveraines, c'est-à-dire la notation des États, sont des notations dites « non-sollicitées », ces entités ne demandant pas à être notées. C'est donc l'agence, sur la base d'informations publiques puisqu'elle n'a pas accès aux informations non publiques<sup>10</sup>, qui va néanmoins leur délivrer une note. La plupart des agences de

---

<sup>10</sup> Lorsqu'une notation est effectuée à partir d'informations publiques, ce sera précisé par le suffixe « PI (Public Information) » par *Standard & Poor's*, ce ne sera pas précisé pour les agences *Moody's* et *Fitch*.

notation financière génèrent des revenus en facturant aux émetteurs leur notation, c'est le système de « l'émetteur-payeur ». Selon un rapport annuel de la Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>11</sup> sur les Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO)<sup>12</sup>, lors de l'année fiscale 2015, les dix agences de notation enregistrées en tant que NRSRO ont dégagé 5.9 milliards de dollars de bénéfice, 93.2% de ces revenus étant dégagés par les agences du *big three*<sup>13</sup>. Malgré la domination de ce trio, il est important d'indiquer que de nouvelles agences voient le jour et se développent. L'agence allemande *Scope rating*<sup>14</sup> par exemple s'agrandit en Europe après l'ouverture de bureaux à Londres, Madrid et Paris ; mais également l'agence de notation russe *Analytical Credit Rating Agency* (ACRA) créée en 2015 ou encore la chinoise *Dagong*<sup>15</sup>. Pour cette dernière, il est intéressant de remarquer que son développement s'inscrit dans une totale opposition aux agences du *big three*. Effectivement, elle a adopté une méthodologie de notation différente, favorisant notamment les pays en développement. De là à évoquer une possible politisation des agences de notation financière, il n'y a qu'un pas que le Vice-ministre des Affaires étrangères russe, Vassili Nebenzia, a franchi à propos de la dégradation de la note russe en début d'année 2015 affirmant qu'« [...] elle a été prise non pas sur suggestion, mais sur ordre direct de Washington », ajoutant que « le fait que cette décision ait été prise maintenant n'est pas étonnant : par une coïncidence étrange, elle correspond avec une nouvelle vague d'hystérie antirusse »<sup>16</sup>.

### Le rôle des agences de notation financière

Les agences de notation financière se distinguent des agences de notation extra financière. En effet, les premières notent des produits financiers alors que les secondes notent des politiques environnementale, sociale ou de gouvernance permettant d'estimer la responsabilité sociale d'une entreprise ou d'un État. De plus, les agences de notation financière « émettent des avis sur la qualité de crédit d'un émetteur ou d'un instrument financier particulier. En d'autres termes, elles évaluent la

<sup>11</sup> La Securities and Exchange Commission (SEC) fut créée par la Securities Exchange Act de 1934 mais ses pouvoirs et sa composition ont été modifiés en 2010 par Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Sa mission est de protéger les investisseurs et de faciliter la formation de capital, la SEC est l'organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers.

<sup>12</sup> Le label NRSRO est délivré par la SEC après un processus d'enregistrement. Seul les agences bénéficiant de ce statut peuvent exercer sur le territoire américain.

<sup>13</sup> U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2016, p. 17.

<sup>14</sup> Créée en 2002 en Allemagne, *Scope rating* a débordé et été spécialisée dans la notation des actifs réels pour se diversifier par la suite. Elle a commencé à noter les entreprises en 2012 et les États en 2016. Elle est enregistrée auprès de l'ESMA depuis 2011.

<sup>15</sup> *Dagong Global Credit Rating Co., Ltd* a été fondée en 1994, il s'agit d'une agence de notation de crédit chinoise, elle a par exemple été la première à abaisser la note souveraine américaine.

<sup>16</sup> « Washington a-t-il appelé S&P pour faire dégrader la Russie ? », *LesEchos.fr*, 27 janvier 2015.

probabilité de défaillance d'un émetteur, soit son incapacité à honorer ses obligations financières en général (notation d'émetteur), soit ses obligations concernant une créance ou un titre à revenus fixes particuliers (notation d'instruments) »<sup>17</sup>. Une fois cette analyse terminée, l'activité des agences de notation se concrétise par l'élaboration d'une note censée représenter la qualité de signature de l'émetteur, c'est-à-dire la probabilité qu'il connaisse un incident de paiement. Le marché auquel s'adresse une agence de rating<sup>18</sup> est celui des émetteurs de titres de créance. En effet, bien que la note élaborée soit destinée à guider les investisseurs dans leur politique d'investissement, ce sont les émetteurs qui achètent l'analyse et donc la note qui en découle. Ces notations sont fondées sur des informations portant sur les flux de revenus et la structure de bilan (en particulier l'endettement) de l'entité notée. Les performances financières passées sont également prises en compte. Ces informations ne donnant qu'une image de la situation à un moment donné, elles doivent être confirmées ou révisées périodiquement pour prendre en compte les évolutions nouvelles, économiques ou autres.

Entre un entrepreneur qui veut financer ses activités et un prêteur qui souhaite placer ses fonds, l'information dont disposent l'une et l'autre parties n'est pas du tout la même. L'emprunteur sait en principe quelles sont les composantes de son projet et les risques financiers qui lui sont attachés. Quant au prêteur, il ne dispose que des informations que l'emprunteur veut bien lui faire connaître et il n'a pas forcément les moyens, le temps ou l'expertise nécessaires pour analyser les informations de façon pertinente et en demander d'autres le cas échéant. Lorsque les marchés étaient des marchés nationaux, localisés, ce problème se posait en des termes plus simples ; la proximité permettait aux prêteurs, banquiers, ou autres d'avoir une certaine connaissance en temps réel de l'état des activités de leurs emprunteurs. Avec la croissance et l'état actuel du marché financier, son élargissement au niveau international ou encore la présence de nouveaux acteurs rendent cette connaissance de « proximité » plus aléatoire et les prêteurs ont de plus en plus de difficultés à bénéficier d'une information suffisante pour mesurer correctement les risques qu'ils acceptent de prendre au regard du rendement qu'ils espèrent pour leurs placements. Les investisseurs doivent donc recourir à toutes les sources d'informations disponibles et entre autres aux agences de notation. Une agence de notation financière a donc pour mission de noter des sociétés, des banques ou tout investisseur émettant des titres de dettes. Elle évalue la solvabilité de l'émetteur, c'est-à-dire sa capacité à rembourser l'ensemble de ses dettes à leur échéance. Cette évaluation s'effectue après l'analyse des données nécessaires recueillies auprès de l'émetteur, et se concrétise par l'émission d'une note.

---

<sup>17</sup> Commission européenne, *Communication de la Commission sur les agences de notation (2006/C 59/02)*, 11 mars 2006, paragraphe 2.1.

<sup>18</sup> Le terme « agences de rating » est une autre appellation pour les agences de notation.

Comme le souligne l'Union Européenne (UE) dans un document de juin 2011, les agences de notation sont donc « des personnes morales dont l'activité inclut l'émission de notes de crédit à titre professionnel »<sup>19</sup>. Il est important de préciser que si les agences de notation sont aujourd'hui les plus connues dans le domaine de la notation financière, d'autres organismes fournissent aussi ce type de renseignements comme par exemple les compagnies d'assurance à l'exportation ou les banques et les établissements financiers qui pratiquent l'analyse de crédit tant pour les prêts qu'elles accordent à leurs clients que pour les titres de dettes dans lesquels elles investissent elles-mêmes. Cependant, les banques, les compagnies d'assurance et autres organismes traitent de l'analyse de crédit d'abord pour servir leurs propres opérations et le fruit de leurs analyses ne connaît le plus souvent qu'une diffusion interne ou très limitée. Les agences de notation, quant à elles, font de l'analyse de crédit leur activité fondamentale non pas pour leur usage propre mais pour celui de l'ensemble des marchés financiers. Ainsi, les agences de notation diffusent systématiquement, publiquement et en continu, à l'ensemble des investisseurs, leurs études et leurs conclusions sur la qualité de crédit des émetteurs et des émissions. Les agences de notation s'efforcent donc d'apporter une information indépendante, approfondie mais aussi permanente et pertinente sur le risque de crédit des émetteurs et des émissions qui vient compléter, sans les remplacer, les investigations que peuvent poursuivre eux-mêmes les investisseurs pour réaliser les placements qui conviennent le mieux à leurs objectifs.

### L'activité de notation

Pour un investisseur il est fondamental de connaître le degré de sécurité du placement qu'il compte réaliser. Acheter un titre de créance ou prêter de l'argent suppose une réelle connaissance de ses chances d'être remboursé du capital et des intérêts selon le calendrier initialement prévu. Ainsi, un risque de non remboursement, même faible, peut écarter certains investisseurs, tandis que d'autres accepteront de prendre ce risque mais souhaiteront une rémunération plus élevée en contrepartie. Une note sert donc à la hiérarchisation des taux de financement. En effet, donner des indications sur le risque de défaut potentiel d'un émetteur ou d'un titre de dette, permet de retranscrire le risque de crédit dans le niveau du taux d'intérêt rémunérant cette dette, le risque crédit étant un élément déterminant de la fixation des taux d'intérêts à l'émission d'une dette, même s'il n'est pas l'élément unique. Ainsi, pour les investisseurs la note sert de référence pour déterminer le niveau de rémunération qu'ils souhaitent obtenir sur un titre de dette donné et pour les émetteurs une note permet d'indiquer au marché leur qualité de crédit et obtenir ainsi des conditions de taux en

---

<sup>19</sup> Commission européenne, *Liste des agences de notations enregistrées conformément au règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit*, juin 2011, p. 1.

rapport avec cette qualité. Aujourd'hui les notes des agences de notation jouent un rôle tellement important que la plupart des investisseurs internationaux hésitent à se porter acquéreurs d'obligations non notées. Si la qualité de crédit n'est pas en général le seul critère de choix, elle reste un élément fondamental et la note en permet une appréciation précise. Pour les émetteurs, plusieurs raisons justifient la notation des agences de *rating*. Une meilleure connaissance de la notation peut conduire à une diversification des sources de financement, permettant ainsi aux émetteurs de toucher des catégories plus larges d'investisseurs et du même coup d'obtenir des conditions de taux qui correspondent mieux à leur qualité réelle de crédit (cela vaut notamment pour les émetteurs moins présents sur les marchés de dette). La notation peut aussi être considérée comme un outil de communication financière correspondant à une démarche de transparence. Dans cette optique, un certain nombre de collectivités locales par exemple a demandé une notation, cette notation permettant, entre autres, de se faire apprécier plus aisément des investisseurs industriels, grâce à une information « standardisée » émanant d'un tiers indépendant. Enfin, la notation permet une formalisation objective des facteurs de risques d'une entreprise ou autre entité. Elle aide les dirigeants à mener leur politique de développement et de gestion en toute connaissance de cause et à mesurer à l'avance l'impact qu'auront leurs décisions sur la solidité financière de leur société. Il est donc possible de remarquer que même si la notation est souvent critiquée, elle peut aussi apparaître comme une stratégie de développement et donc s'avérer très utile. Mais que sont précisément ces notes ? Que signifient-elles ?

Une fois évalué, l'émetteur va donc faire l'objet d'une notation qui sera publiée, notation s'échelonnant de « AAA »<sup>20</sup> à « D »<sup>21</sup>. Ainsi, plus la notation est élevée, plus le risque de faillite de l'entreprise ou de l'État est faible et inversement. Les notes peuvent être complétées par des « + » ou des « - » ou des « 1 » ou « 2 ». Il n'est donc pas étonnant de constater des notations telles que AA+, A-, Aa2. La note de crédit peut également être complétée d'une « perspective de notation » positive ou négative selon que l'agence prévoit une amélioration ou une dégradation de la santé financière de l'emprunteur. Ce sont là des qualificatifs qui permettent d'affiner la note des émetteurs. Chaque agence a son propre barème, mais de manière générale les catégories de notes se valent, comme le démontre l'exemple suivant concernant S&P qui attribue ainsi sa note de triple A (AAA) aux entités « vertueuses » pour lesquelles le risque de défaut est considéré comme quasi nul. Viennent ensuite les investissements de bonne qualité (AA+, AA et AA-), de moyenne qualité (A+, A et A-), puis de qualité moyenne inférieure (BBB+, BBB et BBB-). C'est là que s'arrête la catégorie dite « investissement ». A partir de BB+, les dettes sont rangées dans la classification

<sup>20</sup> « AAA » qualifiant la meilleure note possible attribuée par la plupart des agences de notation financières.

<sup>21</sup> « D » qualifiant la plus basse note possible attribuée par la plupart des agences de notation financières.

« high yield » (haut rendement) et sont considérées comme spéculatives (BB+, BB et BB-) et hautement spéculatives (B+, B et B-). Enfin, les situations au bord de la faillite (CCC+, CCC et CCC-) et celles où le défaut de paiement est avéré (D). A priori, la notation financière est donc une notion simple symbolisée par les lettres « AAA, Aaa,... » que donnent les agences de notation pour exprimer leur opinion sur la qualité de crédit d'un émetteur ou d'une émission. Il est toutefois important de préciser qu'une entité peut avoir des comptes financiers catastrophiques mais néanmoins bénéficier d'une note élevée voire très élevée. Cette situation démontre tout simplement que les comptes de l'émetteur ne constituent pas l'élément prédominant de sa qualité de crédit car, par exemple, elle bénéficie d'un soutien financier total et absolu d'un tiers dont la propre qualité de crédit est très élevée et qui a la capacité et la volonté de lui venir en aide quoi qu'il arrive. Ainsi en 2002 par exemple, les *Charbonnages de France*<sup>22</sup>, établissement public structurellement déficitaire et endetté, a pu bénéficier de la note la plus élevée (AAA) grâce au soutien total que lui apportait *de facto* la République française, notée elle-même AAA. Le même raisonnement peut s'appliquer à la notation des filiales par rapport à leur société mère. De plus, une note résulte de la prise en considération de multiples données qui sont analysées et synthétisées. Les éléments pris en compte pour la notation ne se limitent pas aux comptes financiers mais incluent également des données sur les environnements économique, juridique et réglementaire, sur les parts de marché, sur la situation concurrentielle, sur la stratégie de développement, etc.

### L'évolution des agences de notation financière

Les historiens attribuent les débuts de cette profession au Français Eugène-François Vidocq<sup>23</sup>. Ce personnage reconnu de l'histoire française, après une carrière dans la police, a fondé en 1833 le *Bureau de renseignements pour le commerce*, une agence de détectives dont l'une des fonctions consiste à recueillir des informations sur les emprunteurs. C'est cependant aux États-Unis que l'on assiste à l'émergence des agences de notation financière telles qu'on les connaît aujourd'hui. La crise financière de 1837 est à l'origine du développement des sociétés de vente d'informations financières dans ce pays. Les premières à se lancer dans ce type d'activité sont l'agence *Dun* en 1841 et *The Mercantile Agency*. Cette dernière, fondée en 1841 à New York, est une entreprise de commercialisation de textiles qui a décidé d'utiliser son fichier clients pour développer une activité de vente d'informations financières dont la mission est de renseigner les entreprises sur la

<sup>22</sup> Les *Charbonnages de France* étaient un acteur majeur de l'activité minière en France ; créé en 1946, il s'agissait d'un établissement public à caractère industriel et commercial. Cet établissement a été dissout le 1er janvier 2008.

<sup>23</sup> Eugène-François Vidocq serait né à Arras le 24 juillet 1775. Il a été successivement délinquant, bagnard, policier (chef de la sûreté de la Préfecture de police de Paris) et détective privé. Il décéda à Paris le 11 mai 1857.

solvabilité de leurs clients et sur la qualité des créances qu'elles envisageaient de leur accorder. Le succès de cette activité suscita de nombreuses vocations, dont celle de l'agence *Bradstreet's improved Commercial Agency* qui publia le premier manuel de notation<sup>24</sup>. Avec le développement des chemins de fer aux États-Unis, des manuels statistiques sont apparus, destinés à fournir les moyens d'évaluer tout investissement financier, en actions et en obligations, dans les compagnies de chemins de fer. L'un des acteurs principaux du développement de ces manuels statistiques fut John Moody<sup>25</sup>. En effet, il publia en 1900 *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*<sup>26</sup> mais c'est en 1909 qu'il apporta une réelle innovation en publiant le premier vrai recueil proposant le *rating* connu aujourd'hui avec *Analyses of Railroad Investments*<sup>27</sup> : de la simple collecte d'informations sur la propriété, la capitalisation et la gestion des entreprises on passe à une analyse offrant aux investisseurs des informations sur la sécurité de leurs placements. C'est aussi en 1909 que la première agence de notation apparut avec la *Moody's Investors Services Incorporation* dont le but était la vente d'informations statistiques décrivant l'activité d'une société donnée. Dans les années qui suivirent, la concurrence se développa avec notamment la naissance des grandes agences actuelles. En 1916, la société *Poor's Publishing Company*<sup>28</sup> développa une activité de notation des actions et des obligations. En 1924, la société *Fitch Publishing Company*<sup>29</sup>, spécialisée dans l'édition d'informations financières, fit paraître ses premiers *ratings*. Cette activité de notation fut bien accueillie par le marché financier et les principaux investisseurs ont rapidement recouru, pour plusieurs raisons, aux publications de ces agences d'une façon régulière. La première d'entre elles était l'étendue géographique du territoire américain qui, en l'absence de moyens modernes de communication, rendait difficile la collecte d'informations. De plus, l'un des facteurs les plus importants du développement du *rating* aux États-Unis et au niveau mondial est d'ordre réglementaire. Le début des années 30 a été marqué par la mise en place de nouvelles réglementations qui devaient tendre à rendre effective la distinction entre les obligations qualifiées « *d'investment grade* »<sup>30</sup> et celles qualifiées de « *speculative grade* »<sup>31</sup>. Par conséquent, toute

<sup>24</sup> Ce premier manuel de notation fut publié en 1857 et s'est intitulé *The Bradstreet Rating Book* ; il n'était qu'une première ébauche de la notation à strictement parler des entreprises.

<sup>25</sup> John Moody (1868-1958) était un analyste financier américain. Il a révolutionné la notation notamment via ses publications et ses analyses. C'est à la suite de la faillite de sa première entreprise John Moody & Compagny qu'il créa *Moody's Investors*, société pour le compte de laquelle fut publié *Analyses of Railroad Investments*.

<sup>26</sup> Le manuel fournit des informations et des statistiques sur les stocks et les obligations des institutions financières, les organismes gouvernementaux, la fabrication, l'exploitation minière, les services publics et les entreprises alimentaires.

<sup>27</sup> Ce recueil a pour la première fois offert des conclusions concises sur la qualité des investissements, cette qualité étant exprimée sous forme de lettres, symboles de la notation adoptée.

<sup>28</sup> Aujourd'hui *Standard and Poor's*.

<sup>29</sup> Aujourd'hui *Fitch*. *Fitch*, à l'instar de *Standard and Poor's* et de *Moody's* est l'une des trois grandes agences de notations mondiales. C'est un groupe détenu conjointement par la société française *Fimalac* et la société américaine *Hearst Corporation*. *Fitch* est aujourd'hui présent dans 30 pays.

<sup>30</sup> Les obligations qualifiées d'*investment grade* sont des obligations considérées comme constituant un placement

obligation dont la note était supérieure ou égale à Baa dans l'échelle de *Moody's* ou à BBB dans l'échelle des autres agences pouvait être enregistrée sans passer d'écritures de dotation aux provisions. En revanche, toute obligation avec une note inférieure à Baa et toute obligation soumise à des incidents de paiement devaient donner lieu à un provisionnement partiel. Les effets de cette réglementation paraissent alors évidents ; le rôle des agences de notation a été institutionnalisé, les notes servant de référence étant légalement prévues. Ce rôle et cette influence grandissante se révèlent à travers l'étude menée par G. Riddle en 1934 auprès de 196 sociétés et portant sur l'utilisation des *ratings* de *Fitch* ; le portefeuille obligataire des sociétés étudiées se composait de 90,1% en obligations de type *investment grade*, 4,7% en obligations de type *speculative grade* et de 5,2% en obligations non notées ; il est possible de remarquer ici l'importance de la note accordée dans les obligations détenues. Il faut aussi préciser qu'en 1935, seulement 12% des 363 obligations notées en 1929 par les quatre agences (*Duff and Phelps*, *Fitch*, *Moody's* et *S&P*) avaient connu des incidents de paiement avec cependant une disparité : 1% des obligations notées Aaa par *Moody's* en 1929 a connu des incidents de paiement alors que ce pourcentage s'élève à 50% pour les titres notés CCC par *S&P*. C'est à partir du début des années 70 qu'un nouveau tournant va s'opérer. En juin 1970, la société *Penn Central Transportation Company*<sup>32</sup> fait faillite. Ce fut le premier incident du marché des créances à court terme (la société en détenait pour 80 millions de dollars), le marché éprouve alors le besoin d'une appréciation fiable de la qualité de ce type de créance. Parallèlement à cette réaction du marché, la SEC fit procéder à une enquête visant à déterminer les causes de la faillite de la *Penn Central Transportation Company*. Cette enquête aboutit à la conclusion qu'une meilleure information des investisseurs sur les risques encourus sur le marché des créances à court terme était nécessaire. En conséquence, la SEC a mis en place de nouvelles règles de publicité pour les émetteurs de titres cotés sur les marchés financiers. La pratique du *rating* se développa alors très rapidement ; *S&P*, *Moody's* et *Fitch* se mirent à noter les créances de court terme. Là encore, comme dans les années 30, il est permis de constater que le développement de la notation sur le marché des créances à court terme est en partie dû à la mise en place d'un cadre réglementaire favorable à l'utilisation des notations et ce en les institutionnalisant de manière légale. A cette époque, la prééminence des 2 principales sociétés de notation, *S&P* et *Moody's*, s'est renforcée non seulement sur le marché domestique, c'est-à-dire américain, mais aussi sur le marché international avec la création de représentations à l'étranger. Dans les années 70 *Moody's* est établi à Londres,

---

relativement sûr.

<sup>31</sup> Les obligations qualifiées de *speculative grade* ou *junk bonds* (littéralement « obligations de pacotille ») sont des obligations constituant un placement peu sûr.

<sup>32</sup> La *Penn Central Transportation Company* était la première compagnie de transport des USA, elle a été créée le 1 février 1968 par la fusion de la *Pennsylvania Railroad* et de la *New York Central Railroad*. Elle fit faillite le 21 juin 1970.

New York, Paris, Sydney et Tokyo ; *S&P* à Londres, New York, Paris et Tokyo. Le troisième membre de l'oligopole est l'agence de notation *Fitch*, qui à cette époque, est quelque peu en retrait ; en effet, de 1940 à 1990, elle connaît un long déclin et ne compte en 1989 que 47 employés. Elle redevient un acteur majeur de la notation grâce à sa recapitalisation par l'investisseur Russel Fraser puis par son rachat huit ans plus tard, en 1997, par Marc Ladreit de Lacharrière via sa holding française *Fimalac*. Elle est aujourd'hui la troisième plus importante agence mondiale avec près de 18% de parts de marché et 1140 analystes. Le premier acteur mondial de la notation financière avec près de 43% de parts de marché et 1400 analystes est *S&P*. Vient ensuite *Moody's* avec près de 35% de parts de marché et quelques 1300 analystes. Alors que les agences de notation ont débuté modestement, se concentrant uniquement sur le seul territoire américain, elles sont aujourd'hui l'un des acteurs majeurs du système financier mondial.

#### La place des agences de notation financière au sein des marchés financiers

Le rôle joué sur les places financières par les agences de notation n'a fait que s'accroître depuis le XX<sup>ème</sup> siècle, les agences de notation étant aujourd'hui considérées comme un « thermomètre »<sup>33</sup> des marchés financiers mondiaux. Le Dodd-Frank Act<sup>34</sup> dispose ainsi que « à cause de l'importance systémique des notations et de la confiance placée en celles-ci par les investisseurs individuels, institutionnels et les régulateurs financiers, les activités et les performances des agences de notation financière, dont les NRSRO, sont matière à être d'un intérêt public national du fait de leur rôle dans la formation de capitaux, pour la confiance des investisseurs, et de leur efficacité pour la performance économique des États-Unis »<sup>35</sup>. L'explication de ce développement s'explique par deux faits principaux. Le premier d'entre eux est l'internationalisation des marchés financiers. Le Professeur Bismuth affirme ainsi que « contrairement aux idées reçues, l'internationalisation des activités financières n'a pas été un processus se développant à l'insu des États, mais au contraire le plus souvent avec leur accord implicite ou du fait d'un « laxisme bienveillant » »<sup>36</sup>. Ce phénomène ancien d'internationalisation des activités financières s'est développé avec la libération des flux de capitaux qui, conjuguée à la levée des dernières restrictions au contrôle des changes dans les années 80, a contribué à une intensification de la mobilité des ressources de l'industrie financière. Outre ces initiatives publiques, Régis Bismuth signale aussi le

<sup>33</sup> DE FILIPPIS V., « Les agences de notation, un thermomètre en question », *Libération*, 11 mars 2011.

<sup>34</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 10 janvier 2010.

<sup>35</sup> *Ibid.*, titre IX, sous-titre C, section 931, paragraphe 1. Traduction de l'auteur.

<sup>36</sup> BISMUTH R., *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruylant, 2011, p. 8.

rôle joué par les acteurs privés dans cette mobilité des ressources. Il explique ainsi que les acteurs se sont internationalisés : « compte tenu de la libéralisation des flux de capitaux, les investisseurs ont pu allouer leurs ressources en dehors de leur État d'origine, de même que les intermédiaires, et de façon plus surprenante les émetteurs. Le développement de la multicotation a offert à ces derniers la possibilité de puiser des sources de financement au-delà de leur lieu d'immatriculation »<sup>37</sup>. Cette possibilité pour les émetteurs est à mettre en parallèle avec le développement des agences de notation. Ce sont elles en effet qui permettent aux investisseurs de connaître la solvabilité d'un émetteur et donc de le financer. Or lorsqu'un émetteur cherche des financements au-delà du lieu de ses connaissances, seules les agences de notation sont alors capables de renseigner les investisseurs. En outre, les progrès réalisés en matière de technologie de l'information et de la communication ont permis de profondément intensifier le processus d'internationalisation<sup>38</sup>. Là encore, ces progrès sont à mettre en parallèle avec les agences puisqu'elles ont pu bénéficier à plein de ces avancées pour permettre une « interconnexion de renseignements » entre les différentes places économiques mondiales. Ces éclaircissements ne sont toutefois pas les seuls expliquant le développement international des agences de notation. Ainsi, leur capacité à établir une synthèse d'évaluations complexes qui peuvent être aisément et instantanément assimilées par les investisseurs, quels que soient leur degré d'expertise ou leur profil, y ont contribué. Le considérant 1 du Règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit affirme ainsi que « Les agences de notation de crédit jouent un rôle important sur les marchés mondiaux des valeurs mobilières et sur les marchés bancaires, parce que leurs notations de crédit sont utilisées par les investisseurs, les emprunteurs, les émetteurs et les administrations publiques comme éléments les aidant à prendre leurs décisions d'investissement et de financement en toute connaissance de cause. Les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance vie et non-vie, les entreprises de réassurance, les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) et les institutions de retraite professionnelle peuvent se servir des notations de crédit comme références lorsqu'ils calculent leurs exigences de fonds propres à des fins de solvabilité ou les risques liés à leur activité d'investissement ». Leur influence agit donc aussi bien sur les entreprises, qui sont les principaux clients, que sur les États, pourtant non clients. Grâce à l'étendue des compétences des agences sur l'ensemble des émetteurs d'obligations aussi bien que sur les produits structurés, leurs notes déterminent quasiment à elles seules les taux d'intérêts auxquels les acteurs de la finance mondiale vont emprunter sur les marchés. Le président de la 67ème session de l'Assemblée Générale des Nations Unies a d'ailleurs

---

<sup>37</sup> *Ibid.*, p. 11.

<sup>38</sup> *Ibid.*

affirmé que « les agences de notation sont sans conteste devenues partie intégrante du paysage financier international dont les fonctions sont d'améliorer la prévisibilité et de réduire les risques. Leurs évaluations peuvent sceller ou rompre un contrat ou tout du moins, influencer, de manière déterminante, les coûts et risques du financement du dit contrat »<sup>39</sup>. Les notes publiées constituent des informations très sensibles, bien souvent au cœur des stratégies entre investisseurs et émetteurs ; les agences de notation financière se situent donc, en tant qu'outils de référence, véritablement au centre du jeu économique international. L'impact d'un changement de note n'est pas linéaire, une dégradation produit des effets plus sensibles pour les émetteurs mal notés que pour ceux qui ont des notes élevées. François Veverka<sup>40</sup>, ancien Directeur général de *S&P* Europe, souligne que l'on a presque confié aux agences « un droit de vie ou de mort : si la note d'un émetteur est dégradée, sa dette n'est plus éligible pour tel ou tel investissement, ses papiers ne sont plus utilisables comme garanties auprès d'une banque centrale, etc. »<sup>41</sup>. Une erreur de notation peut pénaliser fortement l'émetteur si la note est injustement sévère, ou les investisseurs, si la note est injustement positive. L'Autorité des Marchés Financiers<sup>42</sup> (AMF) a fourni, dans son rapport annuel de 2004, une revue de la littérature économique relative à l'impact des agences de notation sur les émetteurs et les marchés financiers. Elle l'a complété, en début d'année 2006, en publiant deux études consacrées à l'impact des décisions d'agences sur les actions des entreprises françaises et sur les nouveaux produits obligataires en Europe<sup>43</sup>. Ces études ont permis de démontrer que les notes avaient un réel impact sur le prix des obligations mais aussi sur celui des actions. En effet, malgré une activité des agences concentrée principalement sur les émissions obligataires, l'effet de la notation peut se diffuser sur le marché des actions : d'une part, parce que toute modification de note est susceptible de modifier les coûts de financement de l'entreprise, et donc d'améliorer ou d'amoindrir sa rentabilité. D'autre part, parce que la décision de l'agence peut traduire un changement d'appréciation des perspectives de croissance de l'entreprise, ce qui pèse alors sur les anticipations de profits futurs. Ces études réalisées à partir de données américaines démontrent aussi que les notes et plus particulièrement les dégradations de notes, conduisent à une baisse significative des cours, à la fois dans la période précédant le changement de notation et dans la période qui le suit immédiatement. En cumulé, sur

---

<sup>39</sup> JEREMIC V., *Journée consacrée au rôle des agences de notation*, New York, 10 septembre 2013.

<sup>40</sup> François Veverka est diplômé de l'École Nationale d'Administration (ENA) et de l'Essec Business School Paris. C'est un ancien responsable des activités européennes de rating chez *S&P* et administrateur du *Crédit Agricole*.

<sup>41</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *Agences de notation : pour une profession réglementée*, Rapport d'information au Sénat n°598 (2011-2012), juin 2012, p. 90.

<sup>42</sup> L'Autorité des Marchés Financiers a été instaurée par la loi n°2003-706 du 1 août 2003 complétée par le décret n°2003-1109 du 21 novembre 2003. Elle régule les acteurs et produits de la place financière française. Elle réglemente, autorise, surveille et, lorsque c'est nécessaire, contrôle, enquête et sanctionne. Elle veille également à la bonne information des investisseurs et les accompagne, en cas de besoin, grâce à son dispositif de médiation. Source : Site internet de l'AMF.

<sup>43</sup> AMF, *L'impact de la notation*, 31 janvier 2006. Les deux études sont réunies dans ce document.

une période de six mois, la baisse des cours atteint en effet 18 % pour une dégradation décidée par *Moody's*, 26 % pour *S&P* et 33 % pour *Fitch*<sup>44</sup>. Aussi, à partir du moment où l'impact des décisions des agences sur les marchés est établi, celles-ci assument une part de responsabilité dans le bon fonctionnement du système financier mais aussi dans le cas d'un mauvais fonctionnement. Or, cette responsabilité qui paraît évidente, a toutefois été longuement discutée d'un point de vue juridique.

### La responsabilisation des agences de notation financière

Un meilleur contrôle des agences de notation financière dépend, sans conteste, de la possibilité de les rendre responsables de leur action. La responsabilité étant l'obligation de répondre de certains de ses actes, les agences devraient réparer un préjudice de leur fait ou du fait de ceux qu'elles sont chargées de surveiller et supporter une sanction le cas échéant. Mais la question de la responsabilité des agences de notation est en réalité bien plus compliquée. En effet, il est difficile de définir clairement leur responsabilité car elles ne font que donner des notes, à la demande de leurs clients, et que ces notes n'engagent en rien les marchés financiers qui peuvent décider d'en tenir compte ou pas. La notation n'est en principe qu'une simple opinion et c'est là un aspect important puisque les marchés financiers ou les investisseurs ne sont pas tenus de la suivre. Ce terme d'opinion s'inscrit dans une opposition à la vérité absolue et c'est d'ailleurs l'interprétation qu'en ont fait les juridictions américaines, protégeant ainsi les agences de notation à travers le Premier amendement de la Constitution (*Bill of Rights*)<sup>45</sup>. Au vu de l'importance des agences sur les marchés financiers, il semble cependant cohérent de penser que les notes qu'elles émettent sont bien plus que de simples opinions. En effet, la liberté d'utiliser ou non une notation est somme toute relative par rapport à la place qu'occupent les agences sur les marchés financiers. Il est ainsi difficile, voire impossible pour les acteurs de ces marchés de ne pas être influencés. Dès lors, ils ne sont pas réellement libres puisqu'il existe dans le système financier une sorte d'obligation tacite de se fier à la notation. Pourtant, peu de textes engageaient la responsabilité des agences de notation, que ce soit au niveau national ou international. Il faudra ainsi attendre le règlement européen de 2013<sup>46</sup> et le *Dodd Frank Act* aux États-Unis pour voir émerger un régime de responsabilité des agences de notation. Ces textes se heurtent toutefois à des problématiques d'ordre international. En effet, le

---

<sup>44</sup> *Ibid.*, p. 10.

<sup>45</sup> « Le Congrès ne fera aucune loi pour conférer un statut institutionnel à une religion, (aucune loi) qui interdise le libre exercice d'une religion, (aucune loi) qui restreigne la liberté d'expression, ni la liberté de la presse, ni le droit des citoyens de se réunir pacifiquement et d'adresser à l'État des pétitions pour obtenir réparation de torts subis ». Traduction.

<sup>46</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, 31 mai 2013.

problème réside dans les faits suivants : « la note est émise par une agence située aux États-Unis, il est possible que le travail d'analyse du risque ait été effectué par l'une de ses filiales européennes. Quant au titre obligatoire lui-même faisant l'objet de la notation, il peut être fondé sur des prêts immobiliers portant sur des immeubles situés en France et en Allemagne, tout en étant émis par une société irlandaise et en application de la loi anglaise. Quant aux investisseurs ayant subi le dommage résultant de la décote du titre et qui se sont fondés sur ladite notation, ils peuvent être disséminés dans d'autres États encore »<sup>47</sup>. Dans une telle situation, sans harmonisation internationale de l'encadrement et de la responsabilité des agences de notation de crédit, il est fort possible d'assister à des problèmes d'extraterritorialité et de conflits de lois entre États. Ainsi, même si de nombreuses critiques se sont élevées contre les agences de notation, elles restent aujourd'hui relativement impunies et ne font que rarement face à des actions en justice malgré quelquefois d'importantes erreurs aux conséquences graves.

Lors de la crise de 2007/2008, les agences de notation financières ont servi de parfait bouc-émissaire, chacune de leurs actions a été fustigée, à juste titre ou non. Il est vrai que les agences de notation ont une part de responsabilité dans cette crise, mais elles sont loin d'en être les initiatrices. Leur nouvelle exposition publique les a placées dans une position souvent difficile et l'ensemble de leurs erreurs a été « dévoilé » au grand public qui jusqu'alors en connaissait à peine l'existence. Ainsi, l'affaire *Enron* s'est-elle rappelée à la mémoire collective. En 1999, la société *Enron*<sup>48</sup> est classée par Fortune 500<sup>49</sup> au 7ème rang des entreprises américaines en termes de valorisation boursière et, en 2001, elle est élue meilleure entreprise innovante américaine pour la 6ème année consécutive avec un chiffre d'affaire de plus de 100 milliards de dollars. La société était alors notée en catégorie « investissement » par *S&P* et *Moody's*. Malheureusement, quelques jours plus tard la société allait être déclarée en faillite. Même si une manipulation des comptes par les dirigeants de l'entreprise est à l'origine de ce scandale qui a touché l'ensemble des marchés financiers mondiaux, cette affaire a notamment mis en lumière l'incapacité des agences de notation non seulement à détecter à temps des situations de manipulation mais aussi et surtout à détecter la pertinence des données recueillies nécessaires à la notation. Les agences de notation ont aussi commis des erreurs importantes, notamment par exemple dans le cas de la crise asiatique qui a débuté en 1997 en Thaïlande. En 1990, une bulle financière prospère en Asie du Sud-Est. Mais à la suite d'une envolée soudaine du cours du dollar en 1997, le bath subit une forte dévaluation entraînant un important

---

<sup>47</sup> AUDIT M., « Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation », *Revue critique de droit international privé*, n°3, 21 novembre 2011, pp. 581-602.

<sup>48</sup> La société *Enron* a été fondée en 1985 par Kenneth Lay, elle est le résultat de la fusion entre les sociétés Houston Natural Gas et Internorth of Omaha. Cette entreprise est spécialisée dans la production et le transport de gaz.

<sup>49</sup> Fortune 500 est le classement des 500 premières sociétés américaines classées selon leur chiffre d'affaire. Il est publié par le magazine Fortune.

déséquilibre monétaire, une baisse de compétitivité des entreprises de la région et par conséquent une dévaluation en chaîne des devises des pays voisins. Dans ce contexte de bulle financière, les taux de croissance et le rendement des investissements étaient les principaux indicateurs considérés par les agences. Or, elles n'ont pas su anticiper cet effondrement et il leur a été reproché leur manque de capacité à prévenir et leur réaction tardive. C'est en effet après l'éclatement de la bulle que seront pris en compte d'autres indicateurs tels que des données macroéconomiques, les taux de change ou la balance commerciale. On peut aussi citer la bulle internet où, à son apogée en 2000, 90% des notes attribuées étaient des notes positives encourageant l'achat. Or les dettes des sociétés de l'ère informatique étaient considérables (29,3 milliards de dollars pour *Worldcom* ou encore 12,4 milliards de dollars pour *Global Crossing*) et les agences n'ont commencé à abaisser les notes qu'en juin 2002 alors que les indices boursiers avaient déjà perdu 40% de leur valeur sur deux ans. Une décision tardive ou brutale des agences peut également accentuer les difficultés ; ce fut le cas pour la Grèce dont la note souveraine a été dégradée en 2010, la veille de la présentation de son plan de sauvetage aux marchés financiers. Quand on connaît l'importance des agences auprès des investisseurs, cela est problématique. D'autres affaires telles que *Parmalat*<sup>50</sup> auraient dû alerter les régulateurs sur la nécessité de contrôler cet acteur important des marchés financiers. La crise des *subprimes* mais aussi le rôle de la banque *Lehman Brothers*<sup>51</sup> notée « A » la veille de son effondrement en seront les initiateurs. C'est le début du rejet du système et du modèle de fonctionnement des agences de notation financière ainsi que la mise en lumière d'une nécessité de contrôle des agences, jusqu'alors « électrons-libres » sans aucun cadre réglementaire.

### L'émergence de la réglementation des agences de notation financière

Alors que l'idée d'une auto-régulation des marchés par les agents qui y interviennent a depuis toujours suscité la méfiance, même de la part des auteurs libéraux<sup>52</sup>, c'était pourtant le système utilisé pour encadrer le marché de la notation financière. Ce n'est qu'après la crise de 2007

<sup>50</sup> *Parmalat* était une société italienne de distribution de lait pasteurisé occupant la première place mondiale sur le marché du lait de longue conservation. En 2003, il est découvert que la dette de la société *Parmalat* s'élève à 11 milliards d'euros alors même qu'elle a été considérée comme l'une des valeurs sûres de la bourse italienne.

<sup>51</sup> *Lehman Brothers* était une banque d'investissement multinationale proposant divers services financiers. Elle fit faillite le 15 septembre 2008 à la suite de la crise financière mondiale de 2007.

<sup>52</sup> SMITH A., *Recherche sur la nature et les cause de la richesse des Nations*, Paris, Guillaumin et Cie, 1843, p. 324. « Cependant, l'intérêt particulier de ceux qui exercent une branche particulière de commerce ou de manufacture est toujours, à quelques égards, différent et même contraire à celui du public [...]. Toute proposition d'une loi nouvelle ou d'un règlement de commerce, qui vient de la part de cette classe de gens, doit toujours être reçue avec la plus grande défiance, et ne jamais être adoptée qu'après un long et sérieux examen auquel il faut apporter, je ne dis pas seulement la plus scrupuleuse, mais la plus soupçonneuse attention. Cette proposition vient d'une classe de gens dont l'intérêt ne saurait jamais être exactement le même que l'intérêt de la société, qui ont, en général, intérêt à tromper le public et même à le surcharger et qui, en conséquence, ont déjà fait l'un et l'autre en beaucoup d'occasions ».

que ce modèle va être remis en cause, le Professeur Bismuth affirme ainsi que « dans le domaine des activités financières, les expériences reposant sur ce modèle ont montré l'incapacité des professionnels à s'autoréguler efficacement, et c'est à la suite de nombreux scandales financiers venant étayer cette constatation que le modèle autorégulé britannique a été progressivement abandonné. Des exemples plus récents de mésaventures d'activités qui ne faisaient l'objet d'aucun encadrement (agences de notation et hedge funds notamment) n'ont fait que confirmer ces risques »<sup>53</sup>. Mais même si pendant longtemps les agences n'ont été soumises à aucune législation, elles ont cependant bénéficié de différentes réglementations financières leur conférant ce que certains ont appelé un rôle de « quasi-régulateur »<sup>54</sup> à travers l'institutionnalisation de leur rôle. Si tout a commencé dans les années 30, lorsque la SEC a accordé aux grandes agences un statut officiel de référence, l'origine de ce mouvement international d'institutionnalisation se trouve dans l'action du Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire (CBCB)<sup>55</sup>. Afin d'améliorer la stabilité du système financier, c'est sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux (BRI)<sup>56</sup> que des exigences de fonds propres minimaux pour les banques sont apparues et ont conduit à l'adoption du premier accord de Bâle en 1988<sup>57</sup>. Mais c'est avec l'entrée en vigueur des accords de Bâle II en 2004<sup>58</sup> que les agences de notation financière vont être directement concernées. Effectivement, afin de lutter plus efficacement contre les risques de banqueroute, cet accord va prendre en compte les risques de marché et les risques opérationnels dans la pondération des actifs nécessaire au calcul du ratio de fonds propres exigé pour les banques. C'est là que les agences de notation vont prendre une nouvelle dimension puisque le risque crédit sera évalué à travers leurs notes ce qui va fortement et logiquement influencer le paysage institutionnel de la finance ; elles vont devenir l'un de ses acteurs majeurs. Les accords dits de Bâle II définissent deux méthodes d'évaluation. L'une est une méthode interne aux établissements financiers, c'est la méthode *Internal Ratings Based*, qui sous-entend un investissement financier important et nécessite la gestion et le suivi d'une quantité très importante

---

<sup>53</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 31-32.

<sup>54</sup> DARBELLAY A., PARTNOY F., « Agences de notation et conflits d'intérêts », *Revue d'économie financière*, 2012/1 (n°105), p. 310.

<sup>55</sup> Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (*Basel Committee on Banking Supervision*) a été fondé en 1974 par les gouverneurs des banques centrales du G10 au sein de la Banque des Règlements Internationaux à Bâle. Il a pour principale mission de favoriser la stabilité du monde financier, en renforçant à l'échelle mondiale la surveillance bancaire du point de vue de la réglementation, des procédures et des pratiques bancaires.

<sup>56</sup> La Banque des règlements internationaux a été fondée le 17 mai 1930, il s'agit d'une organisation internationale ayant son siège social à Bâle. Elle œuvre à la coopération monétaire et financière internationale et fait office de banque des banques centrales. Elle facilite les échanges entre celles-ci, elle agit comme agent ou mandataire pour les opérations financières internationales et est un lieu de dialogue pour les autorités compétentes en matière de stabilité financière.

<sup>57</sup> Il s'agit d'un ensemble de recommandations formulées par la Comité de Bâle ayant pour but d'assurer la stabilité du système bancaire international en fixant une limite minimale à la quantité de fonds propres des banques. Cet accord instaure le ration Cook comme référence.

<sup>58</sup> Les normes de Bâle II remplacent celles de Bâle I et visent notamment à la mise en place du ration McDonough, destiné à remplacer le ratio Cooke.

de données, (méthode peu soutenue par les banques). L'autre consiste à s'appuyer sur des systèmes de notation fournis par des agents externes<sup>59</sup>, à savoir les agences de notation. C'est la première fois au niveau universel qu'est adopté un texte concernant les agences de notation ; ce n'est cependant pas une régulation destinée à contrôler les agences, mais une régulation en faveur des agences, et la différence est à souligner. L'accord de Bâle II n'avait donc pas pour objet de réglementer les pratiques de notation, mais seulement d'obliger les institutions financières à faire évaluer les risques pour leurs produits. En effet, « les systèmes d'évaluation et de validation des méthodologies utilisées, les processus d'autorisation des agences et les systèmes de surveillance destinés à garantir leur responsabilisation ont été faibles – sommaires, tout au plus »<sup>60</sup>. Cette politique va être poursuivie par les accords de Bâle III<sup>61</sup> qui abondent également dans le sens d'une dépendance aux agences de notation. Même si cet accord instaure un plafond à effet de levier mesurant l'importance de la détention d'actifs par une banque proportionnellement à ses fonds propres, effet de levier visant notamment à réduire l'influence de l'évaluation du risque, donc des agences, les investisseurs continuent d'exiger un minimum de notation pour leurs investissements : ainsi par exemple, la Banque centrale européenne ne prête aux banques commerciales qu'en échange d'actifs notés en catégorie « investissement ». Le développement des agences et de leur influence internationale peut donc être relié à la réglementation américaine mais également aux exigences des accords de Bâle et à leur transcription dans les législations nationales (notamment par l'application de la directive *Capital Requirements Directive* dans l'Union européenne. Bâle II n'ayant été que très peu appliqué par les États-Unis). Parallèlement à cette situation d'auto-régulation et d'institutionnalisation des agences, des dysfonctionnements sont à signaler.

### Les interrogations soulevées par l'activité des agences de notation financière

Parmi les problématiques soulevées par l'activité des agences de notation financière, celle de la gestion des conflits d'intérêts est la plus redondante. C'est le risque majeur auquel sont exposées les agences et dont elles sont le plus souvent accusées. Le premier type de conflits d'intérêts dépend du modèle économique de leur rémunération, c'est-à-dire le modèle « émetteur-payeur ». Pendant longtemps, le modèle de rémunération prédominant des agences était le modèle « d'investisseur-payeur » ; c'est-à-dire que c'étaient les utilisateurs *in fine* de la note qui

<sup>59</sup> C'est la reconnaissance des agences de notation en tant qu'Organismes Externes d'Évaluation de Crédit (OEEC) (*External Credit Assessment Institution (ECAI)*).

<sup>60</sup> GAVRAS P., « Le B.A.-BA des notes », *Finance & Développement*, mars 2012, p. 36.

<sup>61</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, décembre 2010.

payaient le service de notation. C'est dans les années 70 que le passage au modèle « émetteur-payeur » va prévaloir sous l'effet de deux phénomènes : en premier lieu l'évolution technologique et la possibilité de diffuser l'information facilement et rapidement. Cette situation nouvelle crée les conditions d'une notation facturée à un investisseur mais aussi disponible gratuitement pour un autre investisseur, ce que le premier ne saurait accepter ; le même problème se pose pour une notation rendue publique. Le second phénomène est lié au développement du marché obligataire combiné à la crise qui touche les États-Unis à cette époque et qui incite les émetteurs à obtenir une notation afin d'attirer et de rassurer les investisseurs. Ce changement de financement a accru les risques de conflits d'intérêts car en devenant clients directs des agences, les émetteurs espèrent obtenir de meilleures notations afin de diminuer leur coût de financement, les agences de notation obtenant ainsi une source de financement stable. Des relations sereines sont donc généralement entretenues. C'est aujourd'hui le système de rémunération le plus largement utilisé par les agences de notation (les trois membres du *big three* l'utilisent), il les finance à hauteur de 90%. Un rapport de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV)<sup>62</sup> indique que « lorsqu'une agence de notation reçoit des revenus d'un émetteur, elle pourrait être encline à minimiser le risque de crédit qu'il représente afin de le conserver comme client. »<sup>63</sup>. Ainsi, les Professeurs Darbellay et Partnoy résumant parfaitement la situation, « ce modèle économique [de l'émetteur-payeur] remet en question l'indépendance de l'agence de notation par rapport à l'acteur qui paie la notation. La question centrale est de savoir si les agences de notation craignent de perdre leurs clients au cas où elles les notent de manière défavorable. À l'aube de la crise des *subprimes*, les banques d'investissement se permettaient même d'exercer des pressions sur les agences de notation quant à la rapidité avec laquelle elles désiraient une notation satisfaisante. Si elles n'obtenaient pas la note désirée, elles pouvaient effectuer du *rating shopping*, c'est-à-dire qu'elles pouvaient se tourner vers d'autres agences de notation pouvant leur procurer la note souhaitée. Ainsi, la tentation de satisfaire leurs clients en leur attribuant des notes plus élevées que ce qu'ils méritaient était forte et elles ont cédé afin d'obtenir des revenus considérables »<sup>64</sup>. Les risques de conflits d'intérêts sont donc inhérents à ce modèle économique qui incite les émetteurs à payer pour obtenir en contrepartie la notation qui leur convient. La réponse des agences à ces risques est immuable : pourquoi prendre le risque de ternir leur réputation (qui fait leur force) en adoptant un tel système ? Elles ajoutent

---

<sup>62</sup> L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a été fondée en 1974 en tant qu'organisation panaméricaine et est ouverte depuis 1984 aux membres de tous les continents. Elle compte aujourd'hui près de 200 membres. Les principaux objectifs de l'OICV sont la protection des investisseurs, la garantie de marchés équitables, efficaces et transparents, la prévention des risques systémiques, la coopération internationale et l'établissement de normes uniformes en matière de surveillance des marchés.

<sup>63</sup> OICV, *Report On The Activities Of Credit Rating Agencies*, septembre 2003, p. 10. Traduction de l'auteur.

<sup>64</sup> DARBELLAY A., PARTNOY F., *op. cit.*, p. 311-312.

également que la part d'activité de chaque investisseur est trop peu significative pour qu'elles courent un tel risque<sup>65</sup>.

Cette collusion financière n'est cependant pas la seule à générer des conflits d'intérêts. Les liens entre les actionnaires peuvent aussi être sources de ce type de conflits. « L'indépendance d'une agence de notation de crédit vis-à-vis d'une entité notée peut également souffrir d'éventuels conflits d'intérêts de l'un de ses principaux actionnaires avec l'entité notée. Un actionnaire d'une agence de notation de crédit pourrait, en effet, être membre de l'organe d'administration ou de surveillance d'une entité notée ou d'un tiers lié »<sup>66</sup>. Le législateur européen, notamment, a pris des mesures pour lutter contre ce risque. Mais on ne peut éviter que des actionnaires d'une agence de notation ou des personnes influentes soient aussi actionnaires de l'émetteur demandant à être noté ; le risque de conflits d'intérêts paraît alors évident. L'UE a mis en place un dispositif de lutte contre cette situation avec par exemple le point 3 de l'Annexe 1 du Règlement (UE) n°462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le Règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit ; mais les États-Unis n'ont encore pris aucune disposition dans ce domaine et la gestion de ce type de risques relève de l'organisation interne de chaque agence.

Au sein même des agences, les risques de conflits d'intérêts existent. Dans un document datant de 2013<sup>67</sup>, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF)<sup>68</sup> remettait en cause l'indépendance des analystes seniors et des membres du Comité de direction des agences de notation. Ainsi, des manquements ont été remarqués au niveau de leur implication dans le processus de notation. A la page 7 de ce document, on peut lire la conclusion suivante : « dans le cas d'une agence de notation ou plus, l'AEMF a observé que les membres du conseil de direction de l'agence étaient impliqués dans le processus de notation. Cette implication prenait la forme de discussions avec des managers seniors des équipes de notations souveraines sur les actions de notation appropriées à réaliser ou sous la forme d'une participation directe au processus de notation en votant dans les comités de notation »<sup>69</sup>. Ainsi, même lorsque les membres du Comité de direction ne sont pas directement impliqués dans les opérations commerciales, ils participent tout de même aux discussions sur l'orientation de l'agence et ses objectifs commerciaux. Leur indépendance peut donc être mise en cause lors du vote des notations ou de la fourniture de conseils sur des décisions de notation. Toujours dans le registre de possibles conflits d'intérêts, ce rapport précise que dans certains cas, les

---

<sup>65</sup> OICV, *Report On The Activities Of Credit Rating Agencies*, *op.cit.*, p. 11.

<sup>66</sup> Parlement européen et Conseil, Règlement (UE) n°462/2013, *op.cit.*, considérant 20.

<sup>67</sup> AEMF, *Credit Rating Agencies, Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls*, 2 décembre 2013.

<sup>68</sup> L'AEMF a été institué par le Règlement (UE) n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010.

<sup>69</sup> Traduction de l'auteur.

notations ont été divulguées à un tiers non autorisé avant leurs publications<sup>70</sup>. Enfin, l'AEMF a aussi relevé des interactions entre les services de communication d'une agence dans le processus de notation<sup>71</sup>, d'où des conflits d'intérêts car le service de communication peut par exemple influencer le moment de la publication d'une note.

Enfin, d'autres sources de conflits d'intérêts sont liées à la fourniture de services dits de « conseils » qui proposent par exemple une pré-notation indiquant à une entreprise quel sera l'impact sur sa note dans le cas d'une opération qu'elle souhaite mener. C'est là une source de conflits d'intérêts évidents puisque si l'agence se rend compte d'une erreur dans son affirmation que l'opération d'une entreprise X ne changerait pas sa notation, elle sera alors peu disposée à agir pour changer cette notation. Même si ces procédés sont limités notamment en Europe<sup>72</sup>, ils ne sont qu'en partie interdits alors qu'ils peuvent générer un risque majeur de conflits d'intérêts.

Ces risques de conflits d'intérêts sont sans aucun doute liés à la notion d'indépendance : une agence de notation doit agir de manière totalement indépendante en toutes circonstances sans se préoccuper de considérations économiques ou politiques ; la décision de la notation est collégiale et fondée uniquement sur les considérations analytiques à l'abri de toute pression ou consigne. Il faut préciser qu'en principe, et c'est là son principal argument de défense, une agence qui pourrait donner prise au moindre soupçon de complaisance vis à vis d'un émetteur, d'un lobby ou de pouvoirs publics perdrait très rapidement toute crédibilité, ce qui marquerait sa propre condamnation. Le FMI précise d'ailleurs dans son rapport annuel en 1999 « qu'étant donné l'intérêt primordial pour les agences de soutenir leur crédibilité, il paraît peu vraisemblable qu'elles puissent faire litière de leur crédibilité, en échange d'un bénéfice financier à court terme »<sup>73</sup>. Mais ce dysfonctionnement n'est pas unique.

Il faut aussi évoquer la transparence du processus de notation. Cette notion de transparence a fait l'objet de longues discussions avant qu'un effort indéniable de la part des agences (bien aidées par les législateurs) n'ait été accompli ces dernières années. Pendant longtemps, les méthodologies, les critères de notation et leur pondération étaient considérés par les agences comme des données secrètes qui ne peuvent être divulguées. En effet, le système de notation est considéré par les

---

<sup>70</sup> AEMF, *Credit Rating Agencies, Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls, op.cit.*, paragraphe 2.2, p.10 : « Dans une agence de notation ou plus, l'AEMF a observé de nombreux cas de divulgation de notation à venir à un tiers non autorisé, avant publication et, dans certains cas, avant que le comité de notation ait eu lieu. Cela s'est produit principalement avant la date d'enregistrement de(s) l'agence(s), bien que la pratique se soit poursuivie dans certains cas après l'enregistrement ». Traduction de l'auteur.

<sup>71</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.1.4, p. 9: « Dans une agence de notation ou plus, l'AEMF a observé des cas de participation au processus de notation par les membres de l'équipe de communication [...] ». Traduction de l'auteur.

<sup>72</sup> Le règlement européen de 2009 interdit à une agence de fournir de services de consultant ou de conseil à une entité notée ou à un tiers lié en ce qui concerne leur structure sociale ou juridique, leurs actifs, leur passif ou leurs activités. Ce même règlement autorise cependant la fourniture de services autres que l'émission de notations de crédit (services accessoires).

<sup>73</sup> Fonds Monétaire International, *IMF International capital markets 1999 report*, septembre 1999, p. 193.

agences comme leur « recette » : leur secret de fabrication est donc bien gardé. Mais à la suite de la crise de 2007, la demande d'ouverture et de transparence s'est faite de plus en plus pressante, aussi bien de la part des marchés financiers que des législateurs<sup>74</sup>. Aujourd'hui, même si les détails du processus de notation restent inconnus (ce qui est compréhensible), les méthodologies et les critères utilisés sont très facilement accessibles via les sites internet des principales agences mondiales. Ainsi, via le site internet de *S&P*<sup>75</sup> par exemple, il est possible de trouver les différents critères utilisés en fonction du type de notations (notations souveraines, notations d'entreprises, notations d'institutions financières, etc.). Ces situations à risques conduisent à s'interroger sur un nécessaire contrôle des agences de notation.

### L'évolution du contrôle des agences de notation financière

« Certains détracteurs ont attribué la crise économique mondiale de 2008 au fait que ces agences sont payées par les émetteurs, ce qui a donné lieu à un accès irrationnel aux crédits. Mais d'autres diront que la prétendue instabilité imputable aux agences devrait plutôt être attribuée aux gouvernements qui n'ont pas su réguler les marchés »<sup>76</sup>, avait ainsi précisé le Président de l'Assemblée Nationale française.

Afin de parer les risques dus à l'internationalisation des activités financière, plusieurs solutions ont été envisagées. Parmi celles-ci, des réponses locales et partielles qui se heurtent toutefois au problème de la décomposition spatiale des activités financières. Dès lors, des théories novatrices sont apparues telles que la théorie des effets par laquelle « un État est fondé à mettre en œuvre sa réglementation extra-territoriale à l'encontre de ressortissants étrangers pour des faits commis à l'étranger si les comportements en cause produisent des conséquences substantielles sur le territoire national »<sup>77</sup>. Cette solution n'a cependant jamais réellement abouti en droit international et peut par ailleurs faire l'objet de dérives potentielles<sup>78</sup>. Pour ce qui est d'un cadre multilatéral, il est important de souligner qu'aucune obligation internationale générale ne lie les États en matière de contrôle et de surveillance des activités financières. Ainsi, pour le contrôle des agences de notation financière, le cadre multilatéral actuel le plus important est en réalité celui de l'UE. De manière générale, l'absence de règle internationale en matière d'activités financières et donc sur le contrôle des agences de notation s'explique par certaines caractéristiques de celles-ci telles que la difficulté des

<sup>74</sup> De nombreux législateurs nationaux ou internationaux ont obligé les agences de notation à plus de transparence.

<sup>75</sup> [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/ratings/ratings-criteria](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/ratings/ratings-criteria).

<sup>76</sup> JEREMIC V., *op. cit.*

<sup>77</sup> DAILLIER P., PELLET A., *Droit international public*, LGDJ, 7ème édition, 2002, p. 511.

<sup>78</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 18.

ajustements du droit à la réalité, moins aisés à réaliser qu'en droit interne, mais aussi « l'inaptitude du droit des traités [qui] se reflète dans son incapacité à réguler efficacement la discipline »<sup>79</sup>.

L'étude des réglementations à la fois américaine et européenne présente alors un intérêt décisif, ces deux régions du monde concentrant le principal lieu d'activité des agences, d'autant plus que comme l'affirme le Professeur Federico PernaZZa, « la dialectique et la concurrence réglementaire entre les États-Unis et l'Europe se sont avérées plus efficaces que les tentatives de coordination internationale lancées sous l'égide de l'IOSCO, [...] »<sup>80</sup>. Il est également nécessaire de rajouter qu'il peut y avoir de la part de l'UE et des États-Unis la volonté de poser les bases d'une éventuelle réglementation internationale. Il s'agit alors d'une lutte entre ces deux systèmes réglementaires pour « leadership » de la réglementation sur les agences de notation financière ; d'autant plus que d'autres acteurs apparaissent avec les BRICS ou certains autres pays émergents.

Tableau n°1 : Répartition géographique du chiffre d'affaires des trois principales agences de notation en 2010<sup>81</sup>

|                | Standard & Poor's | Moody's | Fitch  |
|----------------|-------------------|---------|--------|
| États-Unis     | 70,8 %            | 53,6 %  | 37,9 % |
| Europe         | 16,0 %            | 30,9 %  | 33,1 % |
| Reste du monde | 13,2 %            | 15,5 %  | 29,0 % |

L'Europe et les États-Unis, outre d'être un lieu important de l'activité des agences, représentent également les deux législations les plus avancées en matière de contrôle de celles-ci. En effet, elles ont une réelle volonté de mettre en œuvre de véritables réformes afin d'exiger plus de transparence, d'impartialité et de responsabilité de la part des agences. De plus, face au *Big Three*, seule l'UE est suffisamment importante et puissante, à l'instar des États-Unis, pour réguler efficacement les agences de notation. La régulation américaine des agences de notation (*rating agencies*) est d'autant plus influente que le droit boursier américain sert souvent, en raison de son ancienneté et de l'importance des marchés financiers américains, de modèle ou de référence à de nombreux pays étrangers. Cette importance est encore plus sensible en matière d'agences de notation. Les trois agences du *Big Three*, sont américaines et la réglementation élaborée aux États-Unis a *de facto* une portée mondiale. En ce qui concerne l'UE, elle joue un rôle prépondérant dans le monde grâce à la

<sup>79</sup> *Ibid.*, p. 20.

<sup>80</sup> PERNAZZA F., « La régulation des agences de notation financière aux Usa et dans l'UE : de l'opposition à l'équivalence ? », [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it), 21 mai 2010, p. 23.

<sup>81</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 30.

mise en place d'un système précoce d'encadrement et de contrôle des agences.

Aux États-Unis, c'est en 1975 que la SEC instaure l'obligation pour les agences de notation d'obtenir une accréditation sur la base de critères informels ; il s'agit du label NRSRO. Les conditions d'attribution de ce label seront toutefois jugées trop peu explicites et une série de critères d'attribution sera proposée en 1997 par la SEC, sans aboutir toutefois à une réglementation officielle<sup>82</sup>. Ce n'est en effet qu'en 2006, avec l'adoption du *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA)<sup>83</sup>, que sont pour la première fois définies les conditions d'obtention officielles<sup>84</sup>. Aujourd'hui, dix agences de notation sont reconnues par la SEC<sup>85</sup> et ont reçu ce titre. C'est également ce texte qui, une année avant le début de la crise, met en place un premier contrôle des agences de notation. Il reste cependant insuffisant et sera complété après la crise par le *Dodd-Frank Act*. Cette loi va notamment permettre un renforcement de l'encadrement des pratiques des agences de notation aux États-Unis mais également essayer de mettre en place, et pour la première fois outre-manche, une possibilité d'action en responsabilité à l'encontre des agences (cf. *infra*). Outre les dispositions d'application immédiate, l'adoption d'un nombre important de mesures d'exécution réglementaires a été confiée à la SEC. Ces nouvelles règles complètent l'encadrement des activités des agences de notation et devraient permettre d'en améliorer la gouvernance (prévention des conflits d'intérêts, contrôles internes, évaluation périodique des analystes, plus grande transparence des méthodologies...).

Au sein de l'Union Européenne, la réglementation concernant les agences de notation est plus aboutie. Ainsi, de nombreux efforts ont déjà été faits. Trois règlements successifs à savoir le premier règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009, modifié par UE n°513/2011 du 11 mai 2011 et modifié par le Règlement (UE) n°462/2013 sont déjà venus encadrer l'enregistrement des agences, leur certification, l'évaluation de leur caractère systémique, leurs publications, leurs méthodes et leur gestion des conflits d'intérêt. Le second a notamment conféré à l'AEMF des pouvoirs étendus de supervision de l'activité des agences en Europe, pouvoirs qu'elle a inaugurés en publiant des projets de normes techniques de réglementation des agences (ESMA/2011/302 à 305). Au surplus, le règlement a également doté l'AEMF d'un réel pouvoir de sanction, qui lui permet d'infliger directement aux agences des amendes pouvant s'élever jusqu'à 750.000 euros. Par ailleurs, un troisième règlement a permis l'instauration d'une responsabilité civile des agences de notation financière. Le cadre juridique de l'Union européenne encadrant les agences de notation est donc

---

<sup>82</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, janvier 2003, p. 9-15.

<sup>83</sup> Congrès américain, *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, public law 109-291, 29 septembre 2006.

<sup>84</sup> Cf. [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

<sup>85</sup> La liste de ces 10 agences NRSRO est consultable sur le site [www.nrsno.com](http://www.nrsno.com).

déjà à un stade bien avancé.

Sur le plan international, la mise en place d'un contrôle des agences paraît beaucoup plus complexe. Si des textes existent déjà, ils ne sont toutefois pas contraignants. Le Code de bonne conduite de l'OICV adopté en 2004 constitue le premier texte international de contrôle des agences de notation financière<sup>86</sup>. C'est en réaction au scandale provoqué par la débâcle financière des sociétés *Enron* et *Parmalat* que ce Code a vu le jour. Ce Code, actualisé depuis<sup>87</sup>, établit les principes de base d'une réglementation des agences en abordant notamment les problèmes d'indépendance, de conflits d'intérêts, de qualité et d'intégrité du processus de notation, de transparence et de clarté des notes ou encore de confidentialité dans le suivi des dossiers. Si la première version de ce Code paraissait accessible mais insuffisante, sa révision s'est avérée ambitieuse et a marqué une réelle volonté d'un contrôle plus efficace des agences. Les accords de Bâle (Bâle I, Bâle II et Bâle III), et notamment le dernier, présentent quant à eux une certaine ambiguïté. Alors qu'il favorise l'utilisation institutionnelle des agences de notation financière, l'accord de Bâle III (transposé au sein de l'Union européenne par la *Capital Requirements Directive 4* et accepté assez largement par les États-Unis) recommande une meilleure réglementation et un encadrement plus strict des agences de notation. Enfin, les chefs d'États et de gouvernements, lors du sommet de Londres de 2009<sup>88</sup>, ont annoncé des réformes importantes liées au fonctionnement des agences de notation. Dans la déclaration sur le renforcement du système financier, on peut lire la résolution suivante : « Nous sommes convenus de rendre plus efficace le contrôle des activités des agences de notation, acteurs essentiels du marché ». Ainsi c'est en 2009, après la crise, que les législateurs internationaux se sont attachés à faire évoluer la réglementation internationale des agences de notation, mais aucune avancée n'est aujourd'hui visible. Il existe pourtant plusieurs pistes de réflexion aboutissant à un contrôle international efficace des agences notamment à travers une coopération entre les autorités de régulation ou encore l'évolution de standards financiers internationaux.

Outre la problématique d'un contrôle par de nouvelles réglementations et la possibilité de mettre en place une responsabilité des agences de notation, il convient également d'évoquer les possibilités non législatives d'un meilleur contrôle des agences de notation financières. Dans ces cas-là, des solutions alternatives sont possibles dont la création d'agences publiques de notation ou d'agences ayant des formes alternatives. En 2010, Michel Barnier s'était ainsi prononcé en faveur de la création d'une agence de notation européenne soutenue par le Ministre allemand des Affaires

---

<sup>86</sup> OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, décembre 2004.

<sup>87</sup> Il a d'abord fait l'objet d'une révision en 2008 : OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, mai 2008. Puis d'une seconde révision en 2015 : OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, mars 2015.

<sup>88</sup> Le sommet de Londres du G20 s'est tenu le 2 avril 2009 avec pour objectifs principaux un plan de relance économique, la désintoxication sur système bancaire ou encore une hausse adéquate des ressources d'institutions de financement du développement et répondre ainsi au mieux aux besoins des pays les plus touchés par la crise.

étrangères de l'époque, Guido Westerwelle. De son côté, l'ancien Président de l'AMF, Jean-Pierre Jouyet penchait davantage en faveur d'une nouvelle agence internationale, plus crédible au-delà des frontières européennes. D'autres soutiennent la création d'un projet alternatif allemand baptisé Inkra pour *International Non-profit Credit Rating Agency* ; cette idée d'une agence de notation à but non lucratif a d'ailleurs été reprise par Bernie Sanders lors de la campagne électorale américaine de 2016. D'autres solutions sont également envisageables, telles que la possibilité de revenir à un modèle « investisseurs-payeurs », la possibilité de rendre les marchés moins dépendants aux agences et donc diminuer l'influence de ces dernières ou encore mettre en œuvre des modèles de financement alternatifs tels que l'attribution aléatoire d'une agence de notation à un émetteur via une plate-forme centrale par exemple.

### Problématique

De manière générale, la crise de 2007 a mis en lumière les problèmes spécifiques aux agences de notation financière. Ils se traduisent principalement par la remise en question de leur indépendance et des risques importants de conflits d'intérêts dus au modèle « investisseurs-payeurs », par le manque de transparence des agences dans les domaines de la méthodologie et du processus de notation ou encore par le manque de confidentialité de certaines informations. L'influence importante de leur jugement, quelquefois inapproprié voire néfaste, et la mise en lumière de leur fonctionnement ont à la suite de la crise financière poussé les diverses instances régulatrices à mettre en place des processus de contrôle et d'encadrement des agences de notation sans précédent. Ces processus ont abouti à des modifications conséquentes des législations nationales, notamment par exemple aux États-Unis. Ainsi, dans ce pays qui a vu naître les principales agences mondiales, malgré l'adoption en 2006 du CRARA, la SEC a modifié en février et décembre 2009 certaines règles destinées au renforcement de la responsabilité des agences, de la transparence des informations et la concurrence dans l'industrie de la notation et bien entendu la lutte contre les conflits d'intérêts. Mais l'avancée la plus significative reste l'adoption du *Dodd-Frank Act* en juillet 2010 qui modifie la Section 15E de *l'Exchange Act*<sup>89</sup> et impose notamment de nouvelles exigences concernant la présentation de rapports ou l'examen des agences enregistrées en tant que NRSRO. Par ailleurs, cette nouvelle réglementation donne plus de pouvoir à la SEC notamment en lui permettant d'adopter des règles nécessaires à la mise en œuvre d'un certain nombre de dispositions relatives aux NRSRO. De son côté, l'Union européenne a pris un ensemble

---

<sup>89</sup> Congrès américain, *Securities Exchange Act of 1934*, public law 98-440, 3 octobre 1984.

de mesures qui s'avèrent aujourd'hui les plus abouties. En effet, les trois textes européens ont mis en place une réglementation très complète permettant un réel contrôle des agences de notation financières, sujet développé au cours de cette étude. Par contre, au niveau universel, ni les accords de Bâle III<sup>90</sup>, ni le Code de bonne conduite de 2008 de l'OICV, même s'il se veut plus concret car il incite les agences à s'expliquer sur d'éventuels écarts d'application entre leurs propres codes et ce Code de 2008, ne permettent une réglementation satisfaisante, l'OICV ne pouvant prendre aucune mesure contraignante. Les législations nationales ou régionales ont mieux progressé car elles peuvent mettre en application les règles adoptées et l'existence d'un pouvoir de coercition permet de les faire respecter. Enfin, des réformes ou évolutions ont été envisagées afin de combattre des difficultés particulières. Ainsi, le Conseil de Stabilité Financière (CSF)<sup>91</sup> a, par exemple, remis le 27 octobre 2010 à la demande du G20, un rapport fixant les grands principes de la « désintoxication »<sup>92</sup>. Ce rapport recommande de supprimer ou de remplacer les références à la notation dans les réglementations mais incite aussi les acteurs du marché à procéder à leur propre évaluation. Le passage au modèle « investisseur-payeur » a été également évoqué ainsi que la création en Europe d'une agence de notation publique. Mais, exception faite de la diminution des références réglementaires, ces idées ont pour la plupart été oubliées.

Ce sujet est complexe et suppose une approche pluridisciplinaire. Les agences de notation financière ont très souvent été abordées sous un angle financier, l'approche juridique de leur activité n'ayant été que peu analysée. Afin d'explorer au mieux les agences de notation sous cet angle, il convient d'extraire une problématique qui sera le fil conducteur et de s'interroger sur la possibilité de mise en œuvre d'un contrôle international des agences de notation efficace et accompli. Ainsi, par rapport à ce qui existe en Europe et aux États-Unis, est-il possible d'envisager une véritable régulation internationale des agences de notation financière ?

### Annonce du plan

Pour répondre à cette question, une bonne compréhension du phénomène des agences de notation financière et des dispositifs états-uniens et européens est nécessaire, ainsi que leur capacité à se transformer, par leur complémentarité (éventuelle) en un système international. Ainsi, il est

---

<sup>90</sup> Les accords de Bâle III ont été publiés le 16 décembre 2010 et sont une réponse du comité de Bâle à la crise financière. Ils visent principalement à renforcer le niveau et la qualité des fonds propres, à mettre en place un ratio de levier ou encore à renforcer les exigences prudentielles concernant le risque de contrepartie.

<sup>91</sup> Le Conseil de stabilité financière regroupe des représentants des banques centrales, des régulateurs boursiers ainsi que des Trésors des pays membres du G 20 et des principales places financières internationales (notamment HongKong et Singapour). D'autres organisations internationales, telles que le Comité de Bâle, sont associées à ses travaux.

<sup>92</sup> Conseil de stabilité financière, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 27 octobre 2010.

nécessaire d'étudier les limites de la régulation internationale des agences de notation financière par les instruments universels (Titre I). Ce n'est qu'à travers cette étude et ses composantes qu'il peut être compris que l'activité de la notation financière est, de par sa nature, difficilement contrôlable, et que par conséquent une régulation internationale basée sur des instruments universels est difficile à mettre en œuvre. De ce fait, il apparaît que la contribution de systèmes juridiques partiels à la construction d'une régulation internationale des agences de notation financière (Titre II) peut être plus efficace. Les systèmes américain ou européen semblent ainsi pouvoir servir d'exemple, leur coopération pouvant aboutir dans le futur à un contrôle effectif des agences de notation financière.

## **Titre I : Les limites de la régulation internationale des agences de notation financière par les instruments universels**

Le contrôle de l'activité des agences de notation financière à travers les instruments universels habituels est limité. En effet, de par la nature même de leur activité, de leur pouvoir et influence sur l'ensemble des marchés financiers mais aussi de l'ambiguïté qui plane autour de la définition même du terme « notation », l'activité de notation est par nature difficilement contrôlable (Chapitre I). Dès lors, il est nécessaire de s'interroger sur les évolutions et les solutions à apporter pour permettre une régulation internationale des agences de notation financière (Chapitre II). Même si des évolutions sont à constater depuis la crise financière de 2007, il serait nécessaire que l'OICV et le Comité de Bâle abondent dans le même sens, ce qui n'est aujourd'hui pas le cas ; mais il faudrait aussi que les différentes politiques étatiques soient satisfaites. Cet ensemble de conditions amène donc à s'interroger sur l'opportunité d'un contrôle international des agences de notation financière basé sur les instruments universels.

### **Chapitre I : L'activité de notation : un contrôle difficile**

L'activité de notation est par essence une activité difficile à contrôler. Elle s'exerce sur tous les continents et ne connaît donc pas de frontières. Le marché de la notation est un marché fermé, au sein duquel trois agences sont prédominantes et leur pouvoir incontesté et difficilement contestable. De plus, définir de manière exacte la notation est chose ardue, ce qui en fait un mécanisme éprouvé (Section I). Par ailleurs, les possibilités de contrôle des agences de notation financière sont limitées (Section II), et de nombreux pans de leur activité sont, de par leur nature, difficilement contrôlables.

#### **Section I : Le marché de la notation, un mécanisme éprouvé**

Les agences de notation financière occupent une place très particulière sur les marchés financiers. Malgré leur faible nombre, du fait de leur influence et de leur capacité d'analyses, elles y jouent un rôle prépondérant (Paragraphe I). Ce rôle est d'ailleurs parfois difficile à définir précisément du fait des différents points de vue portés sur l'activité de notation (Paragraphe II).

## Paragraphe 1 : Le rôle des agences au sein du marché financier

Au sein du marché financier, celui de la notation est très particulier. Effectivement, il est soumis à un régime oligopolistique remontant à plusieurs dizaines d'années (A), mais c'est aussi un marché où les acteurs disposent d'un très grand pouvoir (B). Il est de plus soumis à des soupçons récurrents de conflits d'intérêts (C).

### A) La faible concurrence du marché de la notation

La situation oligopolistique du marché de la notation financière (trois agences constituent à elles seules près de 96% de la notation mondiale) est difficile à remettre en cause (2), et est la conséquence de plusieurs facteurs déterminants (1).

#### 1) *Les raisons d'un oligopole*

La situation d'oligopole que connaît aujourd'hui le marché de la notation financière s'explique de plusieurs façons.

Tout d'abord la réputation des agences de notation financière. *Fitch, Moody's* et *S&P* ont derrière elles plus d'un siècle de recueils d'informations financières, d'analyses et d'expériences avec peu d'erreurs comparé aux millions de notations émises depuis leur création. « *Standard and Poor's* souligne que 1 % seulement des entreprises notées dans la catégorie « investissement » ont fait défaut au bout de cinq ans et 2,7 % au bout de dix ans. En revanche, pour les entreprises notées dans la catégorie spéculative, le taux de défaut atteint 17,5 % au bout de cinq ans et 25 % au bout de dix ans. En ce qui concerne la dette souveraine, il apparaît que 1 % seulement des États notés dans la catégorie « investissement » ont fait défaut dans les quinze années qui suivent, alors que ce taux s'élève à 30 % pour les États notés dans la catégorie spéculative »<sup>93</sup>. Leur réputation et leur capacité à émettre des notes justes ne sont donc pas remises en cause par les marchés. Comme le soulignent certains auteurs, il est en outre nécessaire pour les agences de notation d'acquérir une taille critique afin de pouvoir jouer un rôle important. Adrian Blundell-Wignall, alors Directeur Adjoint de la Direction des Affaires Financières et des Entreprises, conseiller spécial en charge des marchés financiers au cabinet du Secrétaire Général de l'Organisation de Coopération et de Développement

<sup>93</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op.cit.*, p. 92.

Économique (OCDE), explique en 2012 « la nécessité pour chaque agence de disposer d'une taille lui permettant d'évaluer plusieurs centaines de milliers d'émissions »<sup>94</sup>. Et il faut souvent bien longtemps avant de pouvoir acquérir une réputation et une taille nécessaires pour devenir un acteur majeur comme l'a indiqué Susan Launi<sup>95</sup> au parlement européen, « ça a pris plus de deux décennies et plus d'un milliard de dollars d'investissement à Fitch pour concurrencer Moody's et S&P au niveau mondial. »<sup>96</sup>. Les moyens financiers et humains dont disposent les trois grandes agences de notation sont largement supérieurs à ceux des autres agences et leur permettent d'évaluer des milliers de titres à travers le monde. Sur certains marchés cependant, des agences locales dominent. C'est le cas au Canada où « l'agence *DBRS*, qui note plus de mille entreprises différentes, est leader sur le marché de la notation, devant les filiales de *Standard and Poor's*, *Moody's* et *Fitch*. »<sup>97</sup>. Il en va de même au Japon où les deux agences de notation japonaises *JCR* et *R&I* « couvrent plus de 80% »<sup>98</sup> des émissions réalisées dans le pays. Mais ces agences doivent se contenter de secteurs précis ou de marchés nationaux qui ne concurrencent pas les trois grandes agences. Une petite agence de notation locale n'offre pas le même niveau de services et ne bénéficie pas de la même renommée qu'une agence internationale notant tous types de titres. La confiance des investisseurs dans la qualité des notes constitue donc un obstacle au développement de nouveaux acteurs sur ce marché, les petites agences de notation financière faisant office d'alternatives peu crédibles dans un monde où la réputation est fondamentale.

Outre ce facteur dû à la réputation, l'obligation d'accréditation instaurée par la SEC en 1975 a également favorisé cette situation oligopolistique. En effet, à cette date l'obtention du statut de NRSRO devient obligatoire pour pouvoir exercer une activité de notation sur le marché américain. Ce statut est notamment basé sur des critères « informels qui s'avéreront favorables aux trois grandes »<sup>99</sup> ; dans un premier temps ce seront d'ailleurs les seules à l'obtenir<sup>100</sup>. La mise en place de cette accréditation a pendant longtemps diminué l'accessibilité du marché de la notation et *de facto* renforcé et favorisé la situation oligopolistique des agences du *big three*. Et cette situation perdue à l'exemple de l'agence *Dagong* qui demande depuis 2010 un statut NRSRO qui lui est systématiquement refusé par la SEC estimant qu'elle ne remplit pas les conditions nécessaires. Ce refus est une entrave considérable au développement international de *Dagong* puisqu'elle ne peut

---

<sup>94</sup> *Ibid.*, p. 203.

<sup>95</sup> Susan Launi est depuis juin 2003 Directrice générale et conseillère européenne senior chez Fitch Ratings.

<sup>96</sup> Parlement européen, *Compte rendu de la Commission économique et monétaire*, audition publique, déposition de Susan Launi, 24 janvier 2012, p. 3. Traduction de l'auteur.

<sup>97</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 198.

<sup>98</sup> *Ibid.*

<sup>99</sup> COLLARD F., « Les agences de notation », *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 2012/31 (n° 2156-2157), p. 10.

<sup>100</sup> Elles sont aujourd'hui au nombre de 10. Sept agences sont américaines, une est canadienne, une est mexicaine et une est japonaise.

pas, d'une part, exercer sur le plus important marché mondial de la notation<sup>101</sup>, et, d'autre part, être crédible au niveau international puisqu'un unique enregistrement de l'AEMF n'est pas suffisant pour les marchés. De plus, à la suite de la crise financière de 2007 et des critiques émises à l'encontre des agences de notation financière, les obligations réglementaires à leur égard ont fortement augmenté. Dans le domaine de l'accessibilité au marché de la notation, cela a généré des effets pervers puisque « ces contraintes de plus en plus lourdes, même si leur légitimité n'est pas mise en doute, sont plus aisément respectées par de grandes structures déjà implantées sur le marché de la notation que par de nouvelles entreprises disposant de moyens plus restreints »<sup>102</sup>. Joëlle Paquet abonde dans ce sens : « il est cependant difficile d'élaborer une réglementation contraignante à l'intention des agences de notation de crédit sans nuire encore d'avantage à la concurrence. En effet, un encadrement serré et des exigences élevées avantagent, dans une certaine mesure, les grandes agences déjà établies et peuvent freiner encore plus l'émergence de nouveaux acteurs »<sup>103</sup>.

Ensuite et comme l'indique le Rapport de Mme Espagnac et M. De Montesquiou, « si l'arrivée de quelques grandes agences sur le marché est certainement possible, il est, en revanche, peu probable que le marché de notation puisse fonctionner avec une myriade d'acteurs »<sup>104</sup>. Ainsi, « si les investisseurs apprécient d'avoir plusieurs points de vue, il n'est pas certain qu'ils souhaitent étudier les analyses d'une pléthore d'agences pour un même produit »<sup>105</sup>. Il est donc peu envisageable que les investisseurs consultent plus de trois ou quatre avis différents afin d'investir. Il est également peu envisageable que les emprunteurs fassent plus de une ou deux demandes de notation au vu de la lourdeur de la procédure et des risques inhérents à la divulgation d'informations importantes à des agents extérieurs à l'entreprise.

Enfin, les agences elles-mêmes mènent des actions favorables à cet état oligopolistique avec, en premier lieu, des opérations fusion acquisition. En 1941, date à laquelle *Poor's* et *Standard statistics* fusionnent pour former *S&P*, le marché passe d'un *big four* à un *big three* puisque les autres agences mondiales restent de taille modeste. Dans les années 1970 et 1980, ces trois agences ont racheté plus d'une trentaine de petites agences empêchant donc la concurrence de se développer. Elles ont également créé de nombreux partenariats avec des agences de notation moins influentes et exerçant principalement au niveau local. Autre type d'action mené par les agences : les notations non sollicitées. Le processus est simple, l'agence attribue une note à un émetteur ciblé non demandeur

<sup>101</sup> En 2011, les États-Unis représentaient 55% du marché mondial de la notation. Source : ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p197.

<sup>102</sup> COLLARD F., *op. cit.*, p.11.

<sup>103</sup> PAQUET J., *Turbulences sur les marchés financiers : l'influence des agences de notation de crédit*, ENA Québec, septembre 2009, p.8.

<sup>104</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 209.

<sup>105</sup> *Ibid.*

en espérant qu'il noue par la suite une relation contractuelle dans le but d'obtenir une note plus précise et non basée uniquement sur des informations publiques. Cette stratégie a été payante (comme en témoigne l'exemple de *Moody's*<sup>106</sup> qui a conquis le marché russe de la dette et qui s'est implantée dans le reste de l'Europe) puisqu'elle a permis aux agences de couvrir peu à peu le marché mondial.

Les raisons d'un marché oligopolistique favorable aux agences du *big three* sont donc multiples et à situer dans un contexte historique. Il en résulte un ordre établi très difficile à bousculer.

## 2) *Un oligopole difficile à remettre en cause*

L'oligopole formé par les trois agences américaines est très difficile à remettre en cause. Alors que certaines autres agences commencent à apparaître dans le paysage international de la notation (b), les agences du *big three* restent pour le moment les seules à avoir une autorité internationalement reconnue, ce qui entraîne des difficultés techniques (a).

### a) Des difficultés techniques

Cette situation oligopolistique est très difficile à remettre en cause, avec une conséquence primordiale : le pouvoir de facturation est exclusivement entre les mains des agences. En effet, en raison du nombre limité d'agences internationalement reconnues et de l'absence de réglementation en la matière, les agences du *big three* jouissent d'une liberté totale quant aux tarifs qu'elles pratiquent pour une notation. Pour ce qui est du système de facturation des notations aux États, il reste très opaque, « avec des parts fixes et des parts variables, en fonction des niveaux de dette et de la complexité des produits proposés. Cela peut aller de quelques dizaines de milliers d'euros ou dollars par an à plusieurs centaines de milliers. Sans que cela soit officiel, il est vraisemblable d'ailleurs que les grands pays, comme les États-Unis, la France ou l'Allemagne, etc. ne payent pas ou très peu les agences, puisqu'ils sont de toute façon incontournables pour les investisseurs »<sup>107</sup>. En ce qui concerne les sociétés, la tarification pratiquée a été dénoncée le 27 février 2012 par douze des plus grandes entreprises allemandes<sup>108</sup>. Elles ont ainsi adressé un courrier à *S&P* dans lequel elles soulignent une augmentation « significative » de la tarification opérée par l'agence, environ le

<sup>106</sup> GERST C., GROVEN D., *TO B OR NOT TO B. Le pouvoir des agences de notation en question*, Village mondial, 2004, p.74.

<sup>107</sup> « Qui paye les agences de notation ? », *La croix*, 18 octobre 2011.

<sup>108</sup> Bayer, Bertelsmann SE & Co. KGaA, Continental AG, Daimler AG, Deutsche Lufthansa AG, Deutsche Post AG, E.ON, Henkel AG & Co. KGaA, Linde AG, RWE AG, Siemens, Volkswagen.

double des années précédentes. Ces entreprises insistent également sur le fait que les émetteurs ne peuvent contester ces tarifs<sup>109</sup>, alors que l'oligopole est composé de trois agences qui devraient, selon les règles de l'économie libérale, se faire concurrence. Et malgré les risques de collusion évidents, il n'existe aujourd'hui aucun élément permettant de révéler une entente illicite, « Les agences ne se parlent pas, ne se rencontrent pas. [...] Il n'existe pas de forum annuel de rencontres des dirigeants, ni de représentation commune défendant les intérêts de la profession lorsqu'ils paraissent menacés »<sup>110</sup>. Rien n'oblige donc en principe un émetteur à rester fidèle à l'agence si la tarification proposée ne lui convient pas. Mais la situation est en réalité plus complexe. Il sera en effet difficile pour une entreprise de quitter une agence de notation en raison d'une tarification trop élevée sans soulever de nombreuses questions chez les investisseurs et notamment sur sa santé économique et financière ; « [...] rompre un contrat et quitter une agence est souvent interprété comme un signal de fuite devant la perspective d'une note future en voie de dégradation, et les marchés réagissent vivement à ce type de signal »<sup>111</sup>. Il est cependant important d'indiquer que plus la note d'une entreprise est élevée, plus sa capacité de négociation sera importante. Effectivement, plus une entreprise est solide et a la confiance des investisseurs, plus elle sera assez puissante pour mettre fin à sa notation sans risquer une perte de confiance des marchés ; en conséquence, dans ce cas de figure, l'agence sera davantage à l'écoute concernant ses frais de notation. Mais dans la très grande majorité des cas, la situation reste très compliquée et c'est d'ailleurs pour cette raison que les sociétés allemandes se sont regroupées ; afin de démontrer aux investisseurs que l'abandon d'une notation par *Standard & Poor's* ne serait pas dû à une divergence d'analyse sur la note mais bel et bien au coût élevé pratiqué par l'agence. Le régulateur européen évoque à plusieurs reprises la rémunération des agences sans réellement l'encadrer. Le règlement du 16 septembre 2009 dispose que l'agence doit établir un relevé adéquat de ses activités de notation de crédit incluant « la comptabilité des rémunérations reçues de toute entité notée ou de tout tiers lié ou de tout utilisateur des notations »<sup>112</sup>. Il dispose également qu'une agence doit publier « la nature générale de son régime de rémunération »<sup>113</sup>, formule qui, il faut le reconnaître, est assez vague. En 2013 l'encadrement de la tarification est tout aussi succinct puisque le point a du premier alinéa du paragraphe 2, partie II, section E, annexe I du Règlement du 21 mai 2013 dispose que tous les ans,

<sup>109</sup> « The same holds true for your way to present a unilaterally defined fee schedule as a fact to be accepted by customers, a method suggesting a monopoly market ».

<sup>110</sup> GERST C., GROVEN D., *op. cit.*, p. 135.

<sup>111</sup> DEGOS J-G., BEN HMIDEN H., E. HENCHIRI J., « Les agences de notation financières. Naissance et évolution d'un oligopole controversé », *Revue française de gestion*, 2012/8 (N° 227), p. 61.

<sup>112</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit*, annexe 1, section B, paragraphe 7, alinéa b.

<sup>113</sup> *Ibid*, annexe 1, section E, paragraphe 1, alinéa 4.

une agence de notation doit publier « une liste des commissions facturées à chaque client pour chacune des notations de crédit et tout service accessoire fourni ». Il définit « sa politique tarifaire, y compris sa structure tarifaire et ses critères de tarification en ce qui concerne la notation de crédit des différentes catégories d'actifs »<sup>114</sup>. L'objectif de cette réglementation est principalement d'éviter que la facturation de commissions pour les prestations de services de notation varie d'un client à l'autre en fonction du résultat du travail fourni.

Mais cet oligopole, même difficile à remettre en cause, subit aujourd'hui de plus en plus de tentatives de remise en question.

#### b) La contestation du monopole

Fin juillet 2015, la Russie a fait part de son intention de créer une agence de notation financière nationale et cette intention s'est concrétisée au travers de l'agence ACRA. L'agence de notation allemande *Scope ratings* se développe également avec l'ouverture de bureaux à Londres, Madrid et récemment Paris. Elle n'hésite d'ailleurs pas à afficher l'ambition de devenir l'agence de notation européenne capable de rivaliser, sur le Vieux continent, avec les agences du *big three*. Pour cela, elle remet en cause les méthodologies établies de notation en assumant notamment le fait qu'une notation puisse aussi revêtir une part de subjectivité ; Torsten Hinrichs, Directeur général de l'agence, explique ainsi que « Nos analystes sont autorisés à donner leur opinion et c'est d'ailleurs ce que demandent les investisseurs. Depuis la crise, la notion de "AAA" éternellement gravée dans le marbre n'existe plus. Ce qui compte, c'est que l'analyste s'engage dans ses prévisions et assume une part de risque. »<sup>115</sup>. Des ambitions d'expansion que nourrit également *Dagong Europe*, filiale de l'agence de notation chinoise *Dagong*. Les avantages liés à plus de concurrence sont nombreux. Cela permettrait tout d'abord une plus grande liberté de choix, puis une baisse des prix et une augmentation de la qualité des notations puisque les agences seraient incitées à sortir d'une zone de confort dans laquelle elles seraient susceptibles de s'installer, favorisant alors leurs marges plutôt que la qualité des notations. Des nouveaux entrants apporteraient également des innovations sur les processus de notation comme c'est le cas de l'agence *Dagong* dont la tendance est de favoriser les modèles économiques des pays émergents par rapport aux pays développés. Certains suggèrent cependant qu'un accroissement de la concurrence entraînerait une baisse de la qualité des notations. Cette thèse est notamment soutenue par les économistes Bo Becker et Todd Milbourn dans une

---

<sup>114</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°462/2013, op.cit.*, section E, partie II, point 2, premier alinéa, point a bis.

<sup>115</sup> LACHEVRE C., « Scoop Ratings, une start-up qui bouscule modèle des agences de notation », *L'opinion*, 14 juillet 2015.

étude de 2011<sup>116</sup> qui observe que l'arrivée de *Fitch* se serait accompagnée d'une dégradation de la qualité des notations de *S&P* et de *Moody's*. Cette dégradation s'expliquerait selon eux par le fait que « les agences seraient moins soucieuses de préserver leur réputation lorsque leur part de marché est plus faible. *Standard and Poor's* et *Moody's* ont beaucoup à perdre de toute atteinte à leur réputation lorsqu'ils se partagent l'essentiel du marché. Lorsque leur part de marché est plus faible, l'incitation à produire une notation de qualité diminue »<sup>117</sup>. Cette hypothèse reste à la marge, il est difficile d'imaginer une agence telle que *S&P* abandonner des parts de marchés et par conséquent laisser des concurrents se développer.

De plus, les régulateurs ont tendance à vouloir favoriser la concurrence. En Europe, le règlement de 2013 démontre la volonté de l'UE de développer la concurrence. Il est ainsi écrit à l'article 39 ter en son point 3 que « la Commission présente au Parlement européen et au Conseil, au plus tard le 31 décembre 2013, un rapport sur la possibilité de créer un réseau d'agences de notation de crédit de plus petite taille afin de renforcer la concurrence sur le marché ». Dans la volonté de renforcer le développement des petites agences, le même règlement dispose que « lorsqu'un émetteur ou un tiers lié entend faire appel à au moins deux agences de notation de crédit pour la notation de crédit de la même émission ou entité, l'émetteur ou le tiers lié envisage de faire appel à au moins une agence de notation de crédit ne détenant pas une part de marché totale supérieure à 10 % [...]. Lorsque l'émetteur ou un tiers lié ne fait pas appel à au moins une agence de notation de crédit ne détenant pas une part de marché totale supérieure à 10 %, ce point est documenté »<sup>118</sup>. Il y a l'embarras du choix puisque sur 26 agences enregistrées auprès de l'ESMA, seules les agences du *big three* ont une part de marché supérieure à 10%. Aux États-Unis, une volonté d'augmenter la concurrence est également affichée. Ainsi, l'objectif du Rating Agency Act entré en application le 26 juin 2007 est d'« améliorer la qualité des notations pour la protection des investisseurs et dans l'intérêt public d'encourager la responsabilité, la transparence et la compétition sur le marché de la notation »<sup>119</sup>. Mais cette ouverture à la concurrence de l'autre côté de l'atlantique se développe très lentement. D'une part, depuis 2007 le nombre d'agences enregistrées en tant que NRSRO (dix) n'a pas augmenté alors que la facilité d'accession à ce statut était un objectif : « par exemple, le processus d'enregistrement prescrit par la règle 17g-1 du Rating Agency Act rend plus facile pour les agences de notation la possibilité de devenir NRSRO et, par conséquent, de concurrencer les anciennes

<sup>116</sup> BECKER B., MILBOURN T., « How did increased competition affect credit ratings ? », *Journal of financial economics*, Volume 101, septembre 2011, p.493-514.

<sup>117</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 206.

<sup>118</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°462/2013, op.cit.*, article 8 quinquies, paragraphe 1.

<sup>119</sup> Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs to Accompany S. 3850, Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, S. Report No. 109-326, 109th Cong., 2d Sess. (Sept. 6, 2006) ("Senate Report"), p.1. Traduction de l'auteur.

NRSRO »<sup>120</sup>. D'autre part, les petites agences enregistrées ont beaucoup de mal à se faire une place. Pour preuve, aux États-Unis, la concentration du marché est généralement mesurée à l'aide du « Herfindahl-Hirschman Index » (HHI). Le HHI est mesuré sur une échelle de 10.000 et approche de 0 quand un marché se compose de nombreuses entreprises de taille égale. Le HHI augmente à mesure que le nombre d'entreprises sur le marché diminue et que la disparité de taille entre ces entreprises augmente. Selon le ministère de la justice américain, les marchés dans lesquels le HHI est compris entre 1 000 et 1 800 points sont considérés comme moyennement concentrés et ceux dans lesquels le HHI dépasse 1 800 points sont considérés comme étant concentrés. En 2009 le HHI pour toutes les notations NRSRO en circulation était de 3,347, le HHI « inversé » représentant le nombre d'entreprises se partageant le marché était alors de 2.99 (10.000/3,347). Trois NRSRO (*Fitch, Moody's et S&P*) ayant émis environ 97% de toutes les notes dans toutes les catégories déclarées<sup>121</sup>. En 2015, le HHI inversé était de 2.65 et les agences du *big three* avaient émis 96,5% de toutes les notes dans toutes les catégories déclarées<sup>122</sup>.

Il est donc possible d'affirmer que même si tous les acteurs ne se satisfont pas de l'existence de cet oligopole, la situation oligopolistique du marché de la notation perdurera tant qu'une ferme volonté de la dépasser ne s'imposera pas.

Malgré la volonté affichée et des avantages certains, la remise en cause de cet oligopole ancien reste très compliquée, tout comme la contestation du pouvoir des agences de notation sur les marchés financiers.

## B) Un pouvoir certain des agences de notation sur les marchés financiers

Le pouvoir des agences de notation sur les marchés financiers est un pouvoir difficilement contestable car il est reconnu par la grande majorité des acteurs de la finance internationale (1) et produit des effets concrets (2). Malgré ce pouvoir et cette puissance, les agences ne peuvent éviter la suspicion de conflits d'intérêts qui pèse en permanence sur elles (3).

<sup>120</sup> U.S Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, septembre 2009, p.21. Traduction de l'auteur.

<sup>121</sup> *Ibid*, p.9-10.

<sup>122</sup> U.S Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2016, p.11 et 15.

1) *Un pouvoir reconnu par la grande majorité des acteurs financiers*

L'ensemble des acteurs de la finance internationale reconnaissent le rôle important joué par les agences de notation financière sur les marchés ainsi que leur pouvoir. Le point 2 du paragraphe C du titre IX du Dodd-Frank Act reconnaît le rôle essentiel des agences de notation en disposant que les « agences de notation, dont les NRSRO, jouent un rôle critique de “gatekeeper” sur le marché de la dette [...] »<sup>123</sup>. Un rapport européen fait également état de l'importance de l'influence des agences, « Cette note représente donc un élément important pour les investisseurs et les autres acteurs du marché, qui a une influence sur leur processus décisionnel stratégique. [...] En effet, leurs notes affectent à bien des égards les marchés de valeurs mobilières, et notamment l'accès des émetteurs au capital, la structure des transactions et la capacité des intermédiaires financiers et autres à faire des investissements particuliers. Ce rôle est encore plus important pour les investisseurs à long terme, les agences de notation de crédit influant sur la manière dont l'épargne est orientée vers les besoins à long terme »<sup>124</sup>. Enfin, l'OICV reconnaît également le pouvoir des agences de notation financière, indiquant que « les émetteurs et les emprunteurs privés s'appuient sur l'opinion des agences de notation pour lever des capitaux. Les prêteurs et les investisseurs utilisent les notations pour évaluer les risques probables auxquels ils sont confrontés lorsqu'ils prêtent de l'argent ou investissent dans des titres d'une entité donnée. De même, les investisseurs institutionnels et les investisseurs fiduciaires utilisent les notations pour les aider à répartir leurs investissements dans un portefeuille de risque diversifié. Enfin, les lois et règlements utilisent les notations pour définir la solvabilité »<sup>125</sup>.

Pour François Veverka, on a donné aux agences de notation « un droit de vie ou de mort : si la note d'un émetteur est dégradée, sa dette n'est plus éligible pour tel ou tel investissement, ses papiers ne sont plus utilisables comme garantie auprès d'une banque centrale, etc. »<sup>126</sup>. Les agences de notation tiennent leur pouvoir du fait qu'elles permettent aux acteurs d'accéder aux marchés financiers alors même qu'ils n'ont pas la capacité d'analyse nécessaire. Même si elle s'autorise une certaine-forme d'indépendance, la très grande majorité des investisseurs internationaux utilise les notes des agences de notation, « tous les clients professionnels, du fonds de pension nordique à la banque centrale asiatique, qui ont des années de réserves devant eux, ont fixé leurs règles de gestion en fonction du rating : pas de limite pour le triple A, limite pour le double A, pas plus de 5 % pour

<sup>123</sup> Traduction de l'auteur.

<sup>124</sup> Conseil de l'Union Européenne, *Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur la possibilité de créer un réseau de petites agences de notation de crédit*, 6 mai 2014, p. 2.

<sup>125</sup> OICV, *Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest, Final report*, Décembre 2012, p. 2. Traduction de l'auteur.

<sup>126</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op.cit.*, p. 90.

le A, interdiction ensuite »<sup>127</sup>.

Les agences n'ont en principe pas vocation à donner une appréciation sur le cours des titres financiers, mais leur influence sur ceux-ci est indéniable. La révision d'une note ou la mise sous surveillance d'une société ou d'un État peut infléchir le comportement des investisseurs dans leur gestion de prise de risques et modifier le cours des actions. Ainsi, même si la notation ne tend pas à interférer sur les marchés financiers, une dégradation de note est presque systématiquement suivie d'une baisse du cours du titre visé. Au-delà de l'influence sur les cours, la note émise par les agences définit bien souvent les taux d'intérêts que les emprunteurs auront à supporter. Une entreprise ou un État noté AAA obtiendra de meilleurs taux d'intérêt qu'une entreprise ou un État noté BBB. Ainsi, les investisseurs internationaux « délèguent » l'appréciation du risque aux agences de notation et donc « l'émetteur loue en quelque sorte la compétence et la réputation de l'agence en vue de faire certifier son niveau de risque de défaut »<sup>128</sup>.

L'influence des agences de notation agit également de manière significative sur les États et leurs démembrements. « Lorsque le jugement de ces agences n'est pas favorable pour le Québec, ça augmente nos coûts d'emprunt, ça augmente nos coûts qu'on paie aux banquiers, puis c'est moins d'argent dans nos écoles et dans nos hôpitaux. C'est ça, la relation directe entre la question des agences de crédit ou de la cote de crédit du Québec et les finances publiques du Québec »<sup>129</sup>. Au sein de la zone euro par exemple, outre l'émission de bons d'État ou une intervention de la Banque centrale européenne, les États n'ont que peu d'alternatives de financement. Or vis à vis des prêteurs, ces États utilisant la même monnaie se retrouvent en concurrence. Le recours aux grandes agences de notation internationales est incontournable pour pouvoir emprunter sur le marché obligataire ; il est dès lors facile de comprendre la portée de notes émises. La défection des autres acteurs participe également à l'influence des agences de notation. Les banques par exemple auraient un rôle important à jouer dans l'appréciation des risques des emprunteurs auxquels elles consentent des crédits, mais elles préfèrent déléguer aux agences de notation.

Enfin, en 1995, Thomas Friedman affirmait « dans les faits, nous pourrions presque affirmer que nous vivons encore dans un monde avec deux super puissances. Il y a les États-Unis et il y a Moody's. Les États-Unis peuvent détruire un pays avec des bombes ; Moody's peut détruire un pays en dégradant ses obligations »<sup>130</sup>. D'autres auteurs ont une appréciation différente. Ainsi pour Yves Cavalier, ce pouvoir des agences de notation est un pouvoir plus récent et artificiel développé par le

---

<sup>127</sup> *Ibid.*, p. 81.

<sup>128</sup> RAIMBOURG P., « Les enjeux de la notation financière », *Revue française de gestion*, n°6/2003, p. 68.

<sup>129</sup> COUILLARD Philippe, Premier Ministre du Québec, mars 2015.

<sup>130</sup> FRIEDMAN T., « Don't mess with Moody's », *The New York times*, 22 février 1995. Traduction de l'auteur.

contexte économique : « La grande révolution conduite par *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch* n'est pas du fait de ces agences. Ce qui a bouleversé la donne, c'est que pour la première fois dans le monde occidental, on a évoqué le risque de faillite d'un État. [...] C'est sur la base de ce seul constat que finalement les agences ont acquis une importance nouvelle. On avait coutume de considérer que le rating d'un État relevait de la formalité plus que de la réalité. Mais depuis 2011, les faiblesses des uns et des autres ont été mises en exergue avec la redéfinition d'une hiérarchie qui allait du meilleur emprunteur au plus exécrationnel »<sup>131</sup>. Pour d'autres encore, la portée de l'action des agences de notation est très faible voire inexistante. Eric De Keuleneer affirme ainsi que « Ceci étant, il faut savoir que les marchés financiers attribuent in fine fort peu d'importance à ces agences, qui ne font souvent qu'entériner des décisions qu'ils ont déjà prises. En résumé, en ce qui concerne les États, ces agences ne servent à rien. Leur influence est juste une aberration du système »<sup>132</sup>. Cette dernière affirmation reste cependant facilement critiquable. Il suffit en effet d'étudier les formes concrètes par lesquelles cette « exclusivité d'influence » détenue par les agences de notation se manifeste sur les marchés financiers.

## 2) *Les effets concrets de l'influence des agences de notation financière*

L'influence des agences de notation se concrétise avec une force particulière sur toutes les strates des marchés financiers. Ainsi, le marché obligataire (a), les titres titrisés (b) ou encore les actions (c) sont des sphères économiques au sein desquelles les notes des agences de notation sont puissantes et influentes.

### a) L'influence des agences de notation sur le marché obligataire

Le marché obligataire se réfère « au compartiment du marché financier où s'échangent les titres de créances à moyen et long termes »<sup>133</sup>, il est plus dynamique que le marché bancaire pour le financement de l'économie et des États. Concernant les émissions obligataires, c'est une opération complexe : les émetteurs « doivent avoir recours aux services d'une banque de financement ou d'investissement dite « arrangeur », qui monte l'opération financière [...] en lien avec un cabinet d'avocats qui supervise la rédaction des documents légaux, notamment le « prospectus ». D'autres banques sont qualifiées « d'agents placeurs », c'est à dire qu'elles recherchent des investisseurs

<sup>131</sup> CAVALIER Y., « Rating et agences tous risques », *La libre Belgique*, 2 janvier 2012.

<sup>132</sup> BODART D., « Peut-on échapper aux agences de notation ? », *Moustique*, 24 janvier 2012.

<sup>133</sup> Lexique juridique du site internet *LesEchos.fr*

intéressés par la souscription de ces obligations »<sup>134</sup>. Mais encore faut-il évaluer le risque d'achat d'un titre obligataire pour les investisseurs. C'est là que le rôle des agences de notation financière est important car sur le marché obligataire, ce sont elles qui évaluent, de manière exclusive, le risque de crédit. L'émetteur peut ainsi communiquer sa solidité financière sans avoir à divulguer publiquement des informations confidentielles et l'investisseur peut quant à lui comparer les possibilités d'investissement international par le biais d'un même barème. Dès lors que ce sont les agences de notation qui font office de références, l'internationalisation et le développement progressif du marché obligataire participent à l'expansion du rôle joué par les agences de notation en tant qu'acteurs essentiels du bon fonctionnement du marché obligataire. Mais les agences jouent aussi un rôle très important lors des opérations de titrisation.

#### b) L'action des agences de notation et la titrisation

La titrisation est la transformation de crédits (créances illiquides) en titres négociables sur les marchés, le marché fournissant dès lors la liquidité au produit. Grâce à ce système, une banque peut ainsi diminuer les créances inscrites à son bilan et transférer le risque crédit à des investisseurs qui choisissent d'être exposés à ce risque, celui-ci dépendant de la qualité des actifs titrisés. Pour compléter ce processus, « la banque va céder un stock de prêts à un véhicule de titrisation créé pour l'occasion – dit véhicule ad hoc (Special Purpose Vehicle (SPV)). Celui-ci finance son achat en émettant des obligations auprès des investisseurs qu'il remboursera par les flux financiers générés par les prêts »<sup>135</sup>. Dans une opération de titrisation, le rôle des agences de notation consiste en l'analyse des crédits titrisés afin de déterminer s'ils vont générer des flux financiers suffisamment élevés et réguliers pour rembourser l'investisseur. La note délivrée dans le cadre d'une titrisation est déterminante dans la décision d'investissement puisque l'investisseur n'a pas les capacités d'analyser un ensemble de produits titrisés. Le marché de la titrisation repose donc sur l'intervention d'un tiers indépendant capable d'estimer la qualité d'un portefeuille titrisé, et les agences de notation sont les seules aptes à assurer ce service. Dès lors leur importance et leur influence sont incontestables. L'influence des agences de notation se manifeste également à travers « l'effet de falaise » (« *cliff effect* »). Il se définit par l'abaissement d'une note qui, si elle passe en catégorie spéculative, entraîne des ventes massives d'actions et une chute de la valeur du titre. Cet effet de falaise a été dénoncé par la Commission Européenne affirmant que « c'est ce que l'on a pu constater lors de la dernière crise financière, lorsque la dégradation des prévisions économiques a pesé sur les finances publiques. Il

<sup>134</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op.cit.*, p. 21.

<sup>135</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op.cit.*, p. 36.

s'en est suivi l'abaissement de notes souveraines, qui a déclenché un mouvement de vente de titres de dettes par les établissements financiers et les investisseurs. Ces réactions du marché ont été amplifiées par les références aux notations que comporte la législation financière ainsi que par le recours excessif de nature contractuelle des établissements financiers aux notations de crédit »<sup>136</sup>.

Enfin, l'influence des agences de notation est aussi très importante sur le prix des actions.

### c) L'influence des agences de notation sur le prix des actions

Une étude menée sur l'impact des décisions des agences de notation sur le prix des actions<sup>137</sup> révèle l'impact non négligeable des décisions des agences de notation en Europe. Ainsi, dans une période comprise entre 1990 et 2004, l'annonce d'un abaissement de notation 90 jours avant entraîne une baisse moyenne des cours de 4,810%<sup>138</sup> pour *S&P*, de 10,199%<sup>139</sup> lorsque l'annonce émane de *Moody's* et de 3,109% de *Fitch*<sup>140</sup>. Il faut noter une inégalité entre les agences ; mais les profils restent hétérogènes et très rarement significatifs autour des relèvements de notation. On observe toutefois des différences lors des mises sous surveillance. « D'une part, la réaction autour et précédant les mises sous surveillance négatives est plus marquée, avec une baisse significative pour les trois agences. Sur les mises sous surveillance positives, l'impact est également nettement plus concentré autour de l'annonce »<sup>141</sup>. De manière générale, les abaissements de notation entraînent des baisses significatives des cours, à la fois dans la période précédant l'événement mais aussi dans la période suivant celui-ci. Ces avertissements liés à des perspectives d'augmentation ou d'abaissement de la note ont plus d'effet que les changements de note effectifs. En effet, les perspectives ou mises sous surveillance permettent aux marchés d'anticiper l'évolution des notations. Par exemple, l'annonce de la dégradation de la note de la France en décembre 2011 a eu un effet immédiat sur les taux d'emprunt et l'abaissement effectif en janvier 2012 n'a pas généré une hausse des taux. Enfin, en Europe, « l'effet des abaissements de notation est massif puisqu'en cumulé sur les 181 jours autour de l'événement, il s'élève à -18% pour *Moody's*, -26% pour *S&P* et -33% pour *Fitch*. Pour les trois agences, les relèvements de notation se traduisent par une baisse significative des cours boursiers dans les 90 jours qui suivent l'annonce »<sup>142</sup>. Il est également important de

<sup>136</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement Européen et au Conseil sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines*, octobre 2015, p. 3.

<sup>137</sup> IANKOVA E., POCHON F., TEÏÏETCHE J., « L'impact des décisions des agences de notation sur le prix des actions, une comparaison du cas français avec les cas européen et américain », *Économie & prévision*, 2009/2 (n°188).

<sup>138</sup> *Ibid.*, p.12.

<sup>139</sup> *Ibid.*, p. 13.

<sup>140</sup> *Ibid.*, p. 14.

<sup>141</sup> *Ibid.*, p. 7.

<sup>142</sup> *Ibid.*, p. 8.

souligner que l'effet des changements de notes apparaît asymétrique. Effectivement, les abaissements de notes influencent de manière plus importante les marchés financiers que les hausses de même ampleur. De plus, lorsqu'un émetteur mal noté connaît une dégradation de sa note, les conséquences seront plus significatives que pour un émetteur bien noté.

Le pouvoir et l'influence des agences de notation sur les marchés financiers sont donc difficilement contestables et se caractérisent par des effets concrets. Cela n'est d'ailleurs pas sans conséquences sur les situations de conflit d'intérêt qui peuvent se présenter.

### 3) *La suspicion de conflits d'intérêts pèse en permanence sur les agences de notation financière*

Norbert Gaillard<sup>143</sup> affirme que « si l'échec retentissant (de la notation des subprimes) a terni la réputation des agences, c'est surtout en raison de la présence de conflits d'intérêts majeurs au sein de l'industrie de la notation »<sup>144</sup>. La question de potentiels conflits d'intérêts est notamment apparue dans les années 1970 à la suite du passage au modèle de rémunération « émetteur-payeur » (a). Elle s'est poursuivie avec la vente par les agences de notation de services accessoires tels que des conseils en pré-notation (b). Elle s'est enfin accentuée à travers un encadrement réduit des potentiels conflits d'intérêts (c).

#### a) Le système de rémunération émetteur-payeur

Ce système institue une relation commerciale entre l'agence de notation et l'entité notée puisque l'émetteur va rémunérer l'agence afin qu'elle évalue sa solvabilité. Les agences se trouvent juges et parties et le risque de mansuétude à l'égard d'un client important est évident. L'émetteur quant à lui peut être tenté de payer plus pour obtenir une bonne notation. Un exemple assez parlant de ces conflits d'intérêts potentiels est illustré par la notation des produits titrisés. « Dans le cas de la titrisation, le processus de notation fait partie intégrante de la structuration du produit, la notation n'est plus le constat ex-post d'une situation donnée mais l'objectif fixé ex-ante d'une entité à créer »<sup>145</sup>. La crise de 2007 et les importantes dégradations des produits titrisés ont permis de

<sup>143</sup> Norbert Gaillard est docteur en économie. Sa thèse, qu'il a 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) et pour l'État de Sonora. Il est actuellement consultant pour la Banque mondiale.

<sup>144</sup> GAILLARD N., *Les agences de notation*, La découverte, Repères n°547, février 2010, p. 96.

<sup>145</sup> PRADA M., *Les agences de notation et la crise du crédit : Faux procès et vrais débats*, Colloque organisé par

constater une surévaluation évidente de ces produits financiers, surévaluation appliquée en toute connaissance de cause. Catherine Gerst<sup>146</sup> considère que « en matière hypothécaire, il faut dix ans de données et, sur les subprimes, les agences n'avaient que deux ans de statistiques ! Elles ont accepté de noter, en sachant pertinemment qu'elles manquaient de données, parce que si l'une des grandes refusait, la deuxième ou la troisième aurait accepté, ou les petites agences qui pullulent sur l'énorme marché américain. Il y a trop de concurrence entre les agences »<sup>147</sup>. De plus, le rapport du Sénat américain sur la crise financière<sup>148</sup>, dit « rapport Levin », révèle que la volonté des agences d'accroître leurs parts de marché dans le secteur de la notation des produits structurés les aurait conduites à être moins rigoureuses et à accorder des notes plus élevées afin de satisfaire leurs clients. Ainsi, les banques d'investissement qui élaborent les produits structurés auraient fait pression sur les agences pour qu'elles assouplissent leurs critères de notation, en les menaçant de s'adresser à une agence concurrente si elles n'obtenaient pas satisfaction. La pratique du « *ratings shopping* », c'est-à-dire la pratique consistant pour un émetteur à choisir l'agence qui lui attribue la note la plus élevée, aurait alors entraîné une dégradation de la qualité de la notation. Par conséquent, plus les investisseurs avaient la volonté d'investir dans des produits titrisés notés AAA et plus les banques d'investissement élaborant ce type de produit sollicitaient les agences. Markus Krall, porteur du projet création d'une agence de notation indépendante européenne rappelle ainsi : « Voyez le marché des subprimes, de la titrisation des crédits immobiliers américains : il y avait une incitation à multiplier les crédits hypothécaires, au point que le marché est passé de 300 à 3 000 milliards de dollars en six ans, avant que la bulle n'éclate. Dans des conditions normales de crédit, si les agences évaluant le risque avaient bien fonctionné, la moitié de ce volume n'aurait jamais été créé »<sup>149</sup>. Les agences de notation ont donc volontairement entretenu un marché très rémunérateur ayant entraîné l'existence réelle de conflits d'intérêts. Elles ont en effet subi le bon vouloir des émetteurs en « se pliant » à leurs exigences mais elles ont été également complices actives en profitant de la demande des marchés pour les produits titrisés et de la notation qui en découle. Il est dès lors possible de parler de conjonctions d'intérêts ou de conflits d'intérêts. Outre le système de rémunération, de potentiels conflits d'intérêts apparaissent aussi lors de conseils dis « services accessoires ».

---

l'Institut Presaje, le Cercle France Amériques, Paris-X Nanterre et l'Association des Docteurs en droit, 12 décembre 2007.

<sup>146</sup> Catherine Gerst est diplômée de la société française des analyses financières. Elle a travaillé à la compagnie financière du Crédit Industriel et Commercial (CIC) et de l'Union européenne comme chargée des crédits exports, mais également chez Moody's en tant qu'analyste senior, chez Brunswick ou encore chez DBRS Europe.

<sup>147</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 120.

<sup>148</sup> U.S. Senate, *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of a Financial Collapse*, Permanent subcommittee on Investigations, Committee on Homeland security and Governmental affairs, 13 avril 2011.

<sup>149</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 141.

### b) Conflits d'intérêts et services accessoires

Les agences se contentent rarement de n'exercer qu'une activité de notation financière. « Leur connaissance des marchés financiers les amène à fournir des services auxiliaires, comme l'aide à la création de produits structurés. Le danger est alors que l'agence soit moins rigoureuse dans l'évaluation d'un émetteur, afin d'inciter celui-ci à augmenter ses achats de services auxiliaires »<sup>150</sup>. Les émetteurs peuvent aussi avoir recours à ces services accessoires dans le cas de conseils en pré-notation. La pré-notation peut s'illustrer par le cas suivant : une entreprise A qui souhaite racheter une entreprise B demande à l'agence l'impact de cette opération sur sa notation. L'agence va alors expliquer son analyse, voire lui suggérer les moyens lui permettant de conserver la note la plus élevée possible. La note délivrée lors de cette pré-notation n'est pas définitive. Ces services accessoires ont tendance à renforcer les risques de conflits d'intérêts notamment en raison du chiffre d'affaire qu'ils sont susceptibles de générer. En mai 2006, un universitaire américain<sup>151</sup> a démontré que cette activité connaissait une croissance certaine et que selon lui, elle est de nature à limiter l'indépendance des agences. Effectivement, si elles se rendent compte de leur erreur dans leur affirmation que l'opération de l'entreprise A ne changerait pas sa notation, elles seront alors peu disposées à agir pour changer cette notation. Ce n'est qu'à la suite de la crise financière de 2007 que les régulateurs ont décidé de mieux encadrer cette activité. Au Brésil par exemple, est exigé une séparation « physique » des activités de notation et des activités annexes. Au sein de l'UE, le règlement de 2009 interdit à une agence de fournir de services de consultant ou de conseil à une entité notée ou à un tiers lié en ce qui concerne leur structure sociale ou juridique, leurs actifs, leur passif ou leurs activités<sup>152</sup>. Ce même règlement autorise cependant la fourniture de services autres que l'émission de notations de crédit (services accessoires). Il définit les services accessoires comme des services qui « [...] ne font pas partie des activités de notation de crédit ; ils englobent les prévisions de marché, les estimations de l'évolution économique, les analyses de prix et d'autres analyses de données générales, ainsi que les services de distribution qui y sont liés »<sup>153</sup>. L'UE a donc choisi l'encadrement pour mieux contrôler les services accessoires développés par les agences. Enfin, il est nécessaire d'évoquer les liens entre actionnaires des agences de notation des entités

---

<sup>150</sup> THEPOT-OLAGNE C., « Expertise et conflits d'intérêts : l'encadrement de la notation financière », *Prospective et stratégie*, 2012/1, p. 90.

<sup>151</sup> PARTNOY F., « How and Why Credit Rating Agencies Are Not like Other Gatekeepers », *San Diego Legal Studies Paper*, n°07-46, 4 mai 2006.

<sup>152</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) N°1060/2009*, *op. cit.*, annexe I, section B, paragraphe 4.

<sup>153</sup> *Ibid.*

notées. Ainsi, un actionnaire d'une agence de notation ou une personne influente peut aussi être actionnaire de l'émetteur demandant à être noté ; le risque de conflits d'intérêts est alors évident. Mais pour encadrer les conflits d'intérêts, l'autorégulation a longtemps été préférée.

### c) Un encadrement réduit des conflits d'intérêts

L'idée selon laquelle le métier des agences de notation repose sur la confiance prévalait et l'autorégulation devait fonctionner naturellement. Ainsi, Anouar Hassoune a estimé « quant aux conflits d'intérêts, il y en a, mais ils sont bien gérés. N'oubliez pas que la valeur du travail des agences repose sur leur crédibilité. Si on les savait corruptibles, elles seraient ruinées. Nous sommes tous co-responsables de la crédibilité de notre métier »<sup>154</sup>. La traduction de cette idée d'autorégulation s'est traduite par l'adoption en 2004 du Code de bonne conduite de l'OICV qui regroupe les régulateurs des principales bourses dans le monde. Mais ces règles non contraignantes n'ont jamais fait l'objet d'un contrôle effectif et n'ont jamais réellement été respectées. Pour les différentes raisons expliquées plus haut, même en présence d'erreurs manifestes, ni les émetteurs, ni les investisseurs n'ont véritablement retiré leur confiance aux agences de notation et l'autorégulation longtemps prônée par les agences étant insuffisante, une véritable réglementation a dû alors être mise en place.

Mais outre un contrôle réglementaire, une autre solution pour limiter les conflits d'intérêts pourrait être la mise en place d'intermédiaires entre les émetteurs et les agences. Les émetteurs paieraient alors la notation à cet intermédiaire qui choisirait ensuite l'agence à laquelle attribuer la demande de notation. Dans cette situation, les honoraires seraient versés indépendamment de l'attribution de la note. Mais cette solution soulève tout de même des difficultés car il faudrait que les tarifs de l'ensemble des agences de notation soient identiques, et faire face au sur-coût dû à la rémunération de l'intermédiaire.

Dans tous les cas, les agences de notation financière ne manquent pas d'arguments pour réfuter tout conflit d'intérêt, en particulier leur intégrité affirmée, et l'importance de leur réputation. Il est vrai qu'il n'est pas dans l'intérêt des agences d'émettre des notations trompeuses sur la solvabilité d'un émetteur au risque de perdre leur crédibilité. Les agences ne s'arrêtent cependant pas là, elles indiquent qu'il existe une séparation très nette en leur sein entre les services commerciaux et les services d'analyse délivrant les notes. De plus, afin d'éviter des soupçons de négociation, le prix d'une note est fixé à l'avance par un contrat.

---

<sup>154</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 144.

Même si les agences s'en défendent, il existe bel et bien plusieurs causes de suspicion de conflits d'intérêts au sein du marché de la notation, le système de rémunération restant cependant la principale.

Le marché de la notation est donc un marché particulier caractérisé par un fort oligopole dont la remise en cause est longue et difficile. Cette situation oligopolistique a des conséquences importantes et se traduit par un pouvoir accru des agences de notation financière qui y exercent une influence incontestable. Elle se traduit également par d'importants risques de conflits d'intérêt. Tout cela entraîne des incompréhensions et des différences de points de vue importantes quant à l'activité des agences de notation.

## **Paragraphe II : Des points de vue contradictoires sur l'activité de notation**

Malgré une idée communément répandue, les agences de notation émettent des notes fiables, ce qui ne les empêche pas d'être exposées et sanctionnées (A). Cependant, la difficile qualification de leur activité rend un contrôle difficile (B).

### **A) Une fiabilité démontrée qui n'exclut pas les contentieux**

Les notations émises par les agences sont très souvent des notations fiables. Même si le risque d'erreur existe, il est démontré que les investisseurs peuvent sereinement faire confiance aux notes des agences (1). Et lorsque les agences se trompent, elles sont alors de plus en plus souvent condamnées ou sanctionnées (2).

#### *1) La fiabilité certaine des agences de notation financière*

Tout le monde se souvient des grands échecs des agences de notation, mais il est impossible de juger leur activité au regard de ces rares faillites. La fiabilité des notations émises est tout d'abord démontrée par la corrélation entre notation et probabilité de défaut. Ainsi, plus la note est élevée, plus le risque de défaut est faible et temporellement éloigné, et inversement, d'où le caractère prédictif de la notation. « *Standard and Poor's* souligne que 1 % seulement des entreprises notées dans la catégorie « investissement » ont fait défaut au bout de cinq ans et 2,7 % au bout de dix ans. En revanche, pour les entreprises notées dans la catégorie spéculative, le taux de défaut

atteint 17,5 % au bout de cinq ans et 25 % au bout de dix ans. Pour ce qui concerne la dette souveraine, il apparaît que 1 % seulement des États notés dans la catégorie « investissement » ont fait défaut dans les quinze années qui suivent, alors que ce taux s'élève à 30 % pour les États notés dans la catégorie spéculative. »<sup>155</sup>. De manière générale, les agences de notation financière mettent en avant leur réussite et leurs prévisions. Dans le rapport de Mme Espagnac et M. De Montesquiou, *Moody's* s'affirme comme étant un prédicteur efficace des risques de défaut<sup>156</sup>. Toujours selon ce rapport, sur un ensemble de 1700 entreprises ayant été en défaut de paiement entre 1983 et 2010, leur note avait été dégradée au niveau B1 dès cinq ans avant le défaut effectif, puis dégradée au niveau B3 en moyenne 1 an avant le défaut effectif. Les agences prouvent ainsi leur fiabilité puisqu'elles arrivent à prévoir de manière très précise les défauts. « *Fitch* met également en avant le caractère prédictif de sa notation. Sur la période 1990-2011, le taux de défaut des entreprises notées dans la catégorie « investissement » s'est élevé en moyenne à 0,13 %, contre 3,13 % pour celles notées dans la catégorie spéculative »<sup>157</sup>. Ces informations restent cependant à relativiser puisqu'elles sont fournies par les agences elles-mêmes. Aussi, dans le but de faciliter les comparaisons et avoir une vision plus réaliste de la performance des agences, l'AEMF a depuis 2011 l'obligation de publier des données harmonisées sur les performances des agences<sup>158</sup>. En voici le résultat pour les trois principales agences mondiales.

---

<sup>155</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 92

<sup>156</sup> *Ibid.*, p. 9., « 1 700 émetteurs corporatifs ont fait défaut de 1983 à 2010. Le graphique montre que, historiquement, les émetteurs notés par Moody's ont été rétrogradés au niveau B1 cinq ans avant le défaut. La notation comparable était de B3 parmi les émetteurs défaillants en 2010. Au cours de l'année précédant le défaut, les notations des défaillants de l'année 2010 ont été abaissées à Caa2, et inférieure à la notation B3 pour les sociétés défaillantes sur l'ensemble de la période 1983-2010 ». Traduction de l'auteur.

<sup>157</sup> *Ibid.*, p. 92.

<sup>158</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, 31 mai 2011, article 11, paragraphe 2 : « Une agence de notation de crédit communique à un registre central, établi par l'AEMF, des données relatives à sa performance passée, [...]. Une agence de notation de crédit transmet ces informations audit registre sous une forme normalisée, conformément à ce que prévoit l'AEMF. L'AEMF rend ces informations accessibles au public et publie chaque année un résumé des principales évolutions constatées ».

Tableau n°2 : Taux de défaut pour *Standard and Poor's*<sup>159</sup>

| Rating | Number of Defaults | Default rates (%) |
|--------|--------------------|-------------------|
| AAA    | 2                  | 1.67%             |
| AA     | 7                  | 0.91%             |
| A      | 12                 | 0.64%             |
| BBB    | 50                 | 3.07%             |
| BB     | 103                | 10.47%            |
| B      | 269                | 24.82%            |
| CCC    | 49                 | 48.04%            |
| CC     | 4                  | 100.00%           |
| C      | 0                  | 0.00%             |

Tableau n°3 : Taux de défaut pour *Fitch*<sup>160</sup>

| Rating | Number of Defaults | Default rates (%) |
|--------|--------------------|-------------------|
| AAA    | 1                  | 0.51%             |
| AA     | 0                  | 0.00%             |
| A      | 17                 | 1.73%             |
| BBB    | 43                 | 4.36%             |
| BB     | 44                 | 10.65%            |
| B      | 46                 | 14.70%            |
| CCC    | 12                 | 46.15%            |
| CC     | 0                  | 0.00%             |
| C      | 0                  | 0.00%             |

Tableau n°4 : Taux de défaut pour *Moody's*<sup>161</sup>

| Rating | Number of Defaults | Default rates (%) |
|--------|--------------------|-------------------|
| Aaa    | 0                  | 0.00%             |
| Aa     | 3                  | 0.49%             |
| A      | 30                 | 2.43%             |
| Baa    | 18                 | 1.57%             |
| Ba     | 37                 | 9.25%             |
| B      | 87                 | 20.19%            |
| Caa    | 51                 | 35.17%            |
| Ca     | 2                  | 28.57%            |
| C      | 0                  | 0.00%             |

A travers ces données, comme à travers les données précédentes, il est possible de constater la fiabilité des agences de notation. Sauf quelques exceptions, plus la note est bonne, plus le taux de défaut est rare ; plus la note tend vers « spéculative », plus le taux de défaut constaté est important, jusqu'à près de 50% pour *S&P* et *Fitch* dans le cas d'une entreprise notée triple C. Mais là encore, même si ces données sont fiables, il est important de préciser que chaque agence a sa propre échelle

<sup>159</sup> Notation des entreprises, période du 1 janvier 2007 au 31 décembre 2015. Source : site internet de l'ESMA, statistiques du CEREP (Central Repository).

<sup>160</sup> *Ibid.*

<sup>161</sup> *Ibid.*

de notation.

Un autre mécanisme permet d'évaluer la fiabilité des agences de notation : les statistiques de transition. La stabilité des notes est le signe de leur fiabilité, et ces statistiques permettent d'avoir une idée de cette stabilité dans le temps. Ainsi, « si les notes variaient fortement d'une année sur l'autre, on pourrait en déduire que des éléments importants n'ont pas été correctement pris en compte ou anticipés par les analystes »<sup>162</sup>.

Tableau n°5 : Taux moyen de transition (entreprises) sur un an aux États-Unis<sup>163</sup>

| De/à  | AAA          | AA           | A            | BBB          | BB           | B            | CCC/C        | D     | NR    |
|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|-------|
| AAA   | <b>88,39</b> | 7,51         | 0,57         | 0,04         | 0,12         | 0,04         | 0,04         | 0     | 3,28  |
| AA    | 0,59         | <b>86,31</b> | 7,99         | 0,64         | 0,09         | 0,13         | 0,04         | 0,04  | 4,16  |
| A     | 0,05         | 1,82         | <b>87,14</b> | 5,67         | 0,48         | 0,2          | 0,03         | 0,09  | 4,52  |
| BBB   | 0,01         | 0,14         | 3,65         | <b>84,65</b> | 4,34         | 0,76         | 0,13         | 0,27  | 6,04  |
| BB    | 0,03         | 0,06         | 0,22         | 5,21         | <b>75,62</b> | 8,2          | 0,71         | 1     | 8,96  |
| B     | 0            | 0,05         | 0,16         | 0,24         | 4,98         | <b>74,37</b> | 4,69         | 4,77  | 10,74 |
| CCC/C | 0            | 0            | 0,25         | 0,37         | 0,92         | 11,57        | <b>44,92</b> | 28,31 | 13,66 |

Tableau n°6 : Taux moyen de transition (entreprises) sur un an en Europe<sup>164</sup>

| De/à  | AAA          | AA           | A            | BBB          | BB           | B            | CCC/C        | D     | NR    |
|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|-------|
| AAA   | <b>85,03</b> | 9,11         | 0,65         | 0,22         | 0            | 0            | 0,22         | 0     | 4,77  |
| AA    | 0,28         | <b>84,87</b> | 10,4         | 0,44         | 0            | 0            | 0            | 0     | 4,01  |
| A     | 0,02         | 2,3          | <b>86,97</b> | 5,25         | 0,18         | 0,02         | 0            | 0,06  | 5,21  |
| BBB   | 0            | 0,13         | 4,75         | <b>83,01</b> | 3,54         | 0,46         | 0,16         | 0,13  | 7,82  |
| BB    | 0            | 0            | 0,18         | 4,82         | <b>70,61</b> | 8,16         | 0,44         | 0,7   | 15,09 |
| B     | 0            | 0            | 0,12         | 0,35         | 6,81         | <b>64,78</b> | 4,97         | 4,04  | 18,94 |
| CCC/C | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 13,79        | <b>25,29</b> | 37,93 | 22,99 |

Ces deux tableaux permettent de constater que plus la note est spéculative, plus elle varie dans le temps. Ainsi, que ce soit aux États-Unis ou en Europe, plus de 80% des entreprises notées triple A en année N le sont encore en année N+1, la grande majorité étant simplement déclassée en double A

<sup>162</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 94.

<sup>163</sup> *Ibid.*

<sup>164</sup> *Ibid.*, p. 95.

(7.51% aux États-Unis et 9.11% en Europe).

Cette stabilité des notes est principalement due à la fiabilité et la compétence des agences mais elle s'explique aussi par le fait qu'une note n'est pas modifiée à chaque nouvelle information, « les agences s'attachent à évaluer le risque de défaut d'un émetteur sur la base de ses « fondamentaux », [...]. Pour cette raison, elles s'exposent parfois au reproche de manquer de réactivité. Mais ce manque de réactivité est préférable à un excès d'instabilité de la notation qui risquerait d'aggraver la volatilité sur les marchés financiers »<sup>165</sup>.

Malgré des chiffres pour la plupart communiqués par les agences de notation elles-mêmes et des faillites parfois retentissantes, il est important de souligner la fiabilité des notes émises par les agences et leur régularité à prévoir de manière juste. Pourtant les agences restent exposées à des affaires qui, lorsqu'elles vont au bout de la procédure, leur sont souvent défavorables.

## 2) Le développement des actions contre les agences de notation financière

Il existe peu d'affaires concernant la responsabilité des agences de notation même si elles sont plus nombreuses ces dernières années. La plupart des procédures sont engagées aux États-Unis et concernent l'attribution de notes à des produits titrisés (exception faite de l'affaire *Parmalat*<sup>166</sup>).

Tableau n°7 : les cas de mise en cause de la responsabilité des agences de notation dans le monde<sup>167</sup>

| Date      | Pays                        | Plaignant                                             | Conclusions                                                                                              |
|-----------|-----------------------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2005      | États-Unis<br>(Entreprise)  | Enron                                                 | Les demandeurs sont déboutés car les notes ne sont que des opinions protégées par le Premier amendement. |
| 2011      | Italie<br>(Entreprise)      | Parmalat                                              | Standard and Poor's est condamnée à rembourser ses honoraires (784 000 euros).                           |
| 2010-2011 | États-Unis<br>(Titrisation) | Indy Mac Mortgage-Backed Securities & 7 autres arrêts | Les demandeurs sont déboutés car les notes ne sont que des opinions protégées par le Premier amendement. |
| 2009 et   | États-Unis                  | Abu Dhabi Commercial                                  | La notation diffusée dans un cadre restreint                                                             |

<sup>165</sup> *Ibid.*

<sup>166</sup> Cf. p. 19.

<sup>167</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 156.

|              |                             |                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011         | (Titrisation)               | Bank & Kings County                                              | d'investisseurs n'est pas une opinion protégée par le Premier amendement (2009).<br>Il est possible d'arguer de la fraude contre Standard and Poor 's et Moody's pour avoir sciemment établi des notes trop élevées (2011).                                                               |
| 2010         | États-Unis<br>(Titrisation) | État de l'Ohio                                                   | Les demandeurs sont déboutés car ils n'ont pas su démontrer que les agences ne croyaient pas en leurs notes.                                                                                                                                                                              |
| 2010 et 2012 | États-Unis<br>(Titrisation) | CalPers                                                          | Les notations relèvent d'une démarche commerciale et ne sauraient, de ce fait, être considérées comme des opinions protégées par le Premier amendement (2010).<br>Les demandeurs apportent des éléments de preuve suffisants pour appuyer le fait que les notes étaient inexactes (2012). |
| 2011         | États-Unis<br>(Titrisation) | Genesee County                                                   | Les notations ne sont pas protégées par le Premier amendement.<br>Mais les demandeurs sont déboutés car ils n'apportent pas la preuve suffisante que les agences ne croyaient pas à leur notation.                                                                                        |
| 2009         | Allemagne<br>(Titrisation)  | Non connu                                                        | La cour d'appel de Francfort juge que le tribunal est compétent pour trancher un litige sur la responsabilité de Standard and Poor's (contrairement à l'arrêt de première instance).                                                                                                      |
| 2011         | Espagne<br>(Titrisation)    | Collectifs d'avocats                                             | Les demandeurs sont déboutés de l'action fondée sur le caractère oligopolistique de la notation, qui serait source d'altération des prix et de délits d'initié.                                                                                                                           |
| 2012         | Australie<br>(Titrisation)  | Treize collectivités locales de l'État de Nouvelle Galles du Sud | En instance.                                                                                                                                                                                                                                                                              |

Dans les années 1980 et 1990, une petite dizaine d'affaires a également été jugée devant les juridictions américaines. Chaque fois, les demandeurs ont été déboutés. Aux États-Unis, des grandes procédures post-crise ont été lancées, notamment à l'encontre de *S&P* et de *Moody's* pour des faits de mauvaise évaluation des produits titrisés. Mais elles se sont souvent terminées par des transactions.

Une étude commandée par le Sénat français au réseau international de la Direction Générale du Trésor sur les agences de notation dans les pays émergents et les pays de l'OCDE (hors Europe et États-Unis) démontre qu'aucun cas de procédure mettant en cause la responsabilité des agences n'a été recensé dans ces pays, que ce soit au Canada, à Singapour, à Hong-Kong, ou encore en Inde par exemple. En ce qui concerne les cas individuels, il faut évoquer dans un premier temps la décision rendue le 5 novembre 2012 par la juge australienne Jayne Jagot<sup>168</sup> dans une affaire concernant l'agence de notation *S&P. Standard and Poor's* était poursuivie en justice depuis octobre 2011 par treize collectivités locales. Elles reprochaient à l'agence d'avoir noté AAA des produits dérivés synthétiques, dénommés *Constant Proportion Debt Obligation (CPDO)*<sup>169</sup>, alors qu'il s'agissait de produits risqués. Ces collectivités ont perdu au total 15 millions de dollars australiens, soit 93 % du capital qu'elles avaient investi en 2006. La juge Jagot a également estimé que « la note AAA attribuée par S&P aux titres CPDO Rembrandt 2006-2 et 2006-3 était trompeuse » et étayée par des informations en partie « inexactes ». La Cour fédérale australienne a donc condamné l'agence *S&P* pour « informations erronées ». C'est la première fois en Australie et dans le monde qu'une agence de notation est reconnue responsable de pertes subies par des investisseurs à cause de la notation. Une autre affaire symbolise la mise en cause de la responsabilité des agences de notation. Le parquet de Trani, en Italie, avait ouvert en janvier 2012 une enquête pour manipulation de marché à la suite d'une plainte déposée par des associations de consommateurs à l'encontre de *S&P*, *Fitch* et *Moody's*. Dans le cas de *Moody's*, cette enquête portait sur un rapport datant de mai 2010 ayant produit un effet négatif sur les cours de bourse des banques italiennes. Mais ce dossier avait été classé sans suite la même année. Le parquet de Trani a donc demandé le renvoi en justice de dirigeants des agences *S&P* et *Fitch* pour « manipulation de marché », estimant que ces sociétés avaient baissé la note de l'Italie à des fins spéculatives. Pour le procureur de Trani, Michele Ruggiero, ces deux agences ont « violé la réglementation européenne sur les activités de notation (...), les règles de loyauté et de transparence ainsi que les paramètres de qualité et d'efficacité fixés par les règlements européens ». Le parquet avait requis contre les dirigeants de *S&P* des peines de deux à trois ans d'emprisonnement et des amendes pouvant atteindre 500.000 euros, ainsi qu'une

---

<sup>168</sup> *Bathurst Regional Council v Local Government Financial ; Services Pty (No 5)* [2012] FCA 1200.

<sup>169</sup> Titres émis par la banque néerlandaise « ABN AMRO ».

amende de 4,6 millions d'euros pour l'agence de notation elle-même. Cependant, le 30 mars 2017, le tribunal de Trani a décidé d'acquitter *S&P* ainsi que cinq de ses dirigeants mis en cause. La responsabilité de l'agence n'a donc pas été reconnue.

Au niveau européen enfin, l'AEMF a prononcé sa première sanction en 2014 à l'encontre de *S&P*. L'agence avait, le 10 novembre 2011, annoncé par erreur à ses abonnés un abaissement de la note souveraine française. L'AEMF dispose d'une palette de sanctions avec, par ordre de gravité le blâme, l'amende, l'interdiction temporaire d'exercer et l'interdiction totale. Dans ce cas précis, c'est le premier échelon, le blâme, qui a été utilisé car pour l'AEMF, cette erreur n'était pas due à un malheureux accident mais plutôt à « un échec de *S&P* à satisfaire certaines exigences organisationnelles énoncées dans le règlement sur les agences de notation, relatives à des mécanismes de contrôle interne sains, à des mécanismes de contrôle et de sauvegarde efficaces pour les systèmes de traitement de l'information et les procédures décisionnelles et organisationnelles »<sup>170</sup>. Cette sanction s'assimile à une sanction pédagogique plus que punitive mais elle reste la première sanction nominative dans la toute nouvelle histoire de ce régulateur européen. La première sanction pécuniaire sera prononcée contre l'agence canadienne *DBRS* et s'élèvera à 30.000 euros. L'AEMF lui reproche notamment des défaillances dans son contrôle interne en 2012. Selon le régulateur des marchés européens, l'agence a agi avec négligence dans la documentation et l'archivage de ses procédures internes. Dans la prise de décision également, il lui est reproché une insuffisance des mécanismes de contrôle. C'est l'agence *Fitch* qui a subi la plus lourde amende prononcée par l'AEMF. En effet, elle a dû payer 1,38 million d'euros. Il lui a été reproché plusieurs infractions au règlement sur les agences de notation telles que la divulgation d'informations ou encore l'impossibilité pour un État, lors d'une note souveraine, de répondre avant que la note ne soit rendue publique<sup>171</sup>.

Ainsi, pendant longtemps, l'activité des agences de notation n'a été que très peu sanctionnée. Mais, avec les premières condamnations et les premières amendes une nouvelle tendance apparaît progressivement impliquant un régime de responsabilité plus sévère.

---

<sup>170</sup> AEMF, *ESMA censures Standard & Poor's for internal control failings*, 3 juin 2014, p. 1.

<sup>171</sup> AEMF, *ESMA fines Fitch Ratings Limited €1.38 million*, 21 juillet 2016, p. 1 : « L'ESMA a constaté que certains analystes principaux de Fitch avaient transmis des informations sur les notations à venir des notations souveraines à certaines personnes d'une société mère de Fitch avant qu'elles ne soient rendues publiques. En outre, l'AEMF a constaté que Fitch n'avait pas mis en place de contrôles internes adéquats pour s'assurer qu'elle fournissait à une entité notée la période de temps minimale pour examiner et réagir à une mesure de notation avant de la rendre publique. Fitch n'a pas accordé à la Slovaquie 12 heures (la période minimale requise à ce moment-là) pour tenir compte de la révision à la baisse de sa note souveraine en 2012, comme l'exige le règlement sur les agences de notation de crédit ». Traduction de l'auteur.

Les notes des agences de notation financière sont des analyses fiables sur lesquelles les investisseurs peuvent se baser. Mais cette fiabilité n'empêche pas les erreurs, il est alors intéressant de constater que les mises en responsabilité et les sanctions à l'encontre des agences ont évolué après la crise financière de 2007. Mais un contrôle des agences reste difficile à mettre en œuvre, notamment du fait de la difficile qualification de leur activité.

## B) Un contrôle difficile due à la qualification ambiguë de l'activité de notation

Deux théories s'opposent quant à la qualification des notations ce qui rend un contrôle de cette activité difficile. La première consiste à affirmer que les notes données par les agences ne sont que des opinions (1) qui n'engagent à rien les investisseurs. La deuxième se base sur le fait que les notes influencent de manière très importante les marchés, dès lors elles ne sont plus de simples opinions (2).

### 1) *La notation est une simple opinion*

Il est impératif de ne pas oublier que les notes émises par les agences de notation ne sont que des opinions données aux investisseurs. Ces investisseurs sont totalement libres de choisir ou non de les suivre. Cette notion de simple opinion permet notamment aux agences de rendre très difficile la mise en cause de leur responsabilité juridique.

Il est tout d'abord important de déterminer la finalité des notes émises par les agences. En effet, l'opinion émise par une agence exprime le « risque de crédit » et non le « risque de marché ». Le premier consiste à évaluer la qualité d'un émetteur ou d'un titre, alors que le deuxième se concentre sur les fluctuations du marché pouvant impacter l'émetteur ou le titre. C'est une différence essentielle car la confusion de ces deux risques est souvent préjudiciable. D'autant plus que comme le souligne la banque de France, « [...] les agences de notation se considèrent comme uniquement responsables de l'évaluation du risque de crédit. Leurs notations ne comprennent donc pas le risque de liquidité alors que les investisseurs sont persuadés du contraire »<sup>172</sup>. Cette distinction permet de « réduire » le champ d'application des notes et donc de préciser que ce sont des opinions ciblées sur un risque particulier et non en relation avec l'ensemble des fluctuations de marché que peut subir une société par exemple.

---

<sup>172</sup> CLERC L., « A propos des turbulences financières », *Débat économique n°4*, Banque de France, février 2008, p. 3.

De nombreux auteurs abondent dans le sens d'une simple opinion. Les agences sont ainsi définies comme des organismes qui « [...] évaluent et publient leurs opinions sur la solvabilité de trillions de dollars de dette d'entreprise, de dette gouvernementale, et d'autres véhicules de financement complexes »<sup>173</sup> ; ou encore « les agences de notation [...] sont des sociétés qui offrent des jugements sur la solvabilité d'obligations »<sup>174</sup>. L'OICV, dans son dernier Code de bonne conduite, a remplacé dans la définition qu'elle donne des agences de notation le mot « opinion » par « *assessment* » qu'il est possible de traduire par estimation ou évaluation ; « *In addition, the definition of "credit rating" is revised by replacing "opinion" with "assessment"* »<sup>175</sup>. Ce changement n'est que de façade, il n'atténue en rien les difficultés pour engager la responsabilité des agences à la suite d'estimations ou d'évaluations contestées.

L'un des principaux arguments des agences pour défendre l'idée que leurs notes ne sont que des opinions s'appuie sur la liberté d'expression et une interprétation large du premier amendement de la Déclaration des droits américaine. Dans cet amendement, destiné à l'origine à la presse, il est reconnu et permis une liberté de parole très étendue. Pour franchir cet obstacle et engager la responsabilité d'une agence, il est nécessaire de démontrer que celle-ci a avancé un fait erroné. Mais cela est très difficile car il est nécessaire d'apporter soit la preuve que ce fait erroné a été avancé de manière malveillante, soit la preuve du caractère inexact de la notation. Les agences de notation utilisent donc le premier amendement de la Déclaration des droits pour s'exonérer de toute responsabilité, affirmant légitimement, que les notes qu'elles émettent ne sont que de simples opinions que les investisseurs sont libres de suivre ou non. *Moody's* soutient ainsi que « les notations de crédit sont, et doivent être interprétées uniquement comme des déclarations d'opinion et non des déclarations de faits ou des recommandations visant l'achat, la vente ou la détention de titres »<sup>176</sup>. Il en va de même pour *S&P*, « les notations de crédit sont des opinions sur le risque de crédit. Nos notations expriment notre opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur, tel qu'une société ou un gouvernement d'un état ou d'une ville, de remplir ses obligations financières en totalité et à temps »<sup>177</sup>. Et pour *Fitch* « les notations de crédit de Fitch relatives aux émetteurs sont une opinion sur la capacité relative d'une entité à honorer ses engagements financiers, tels que les intérêts, les dividendes privilégiés, le remboursement du capital, les réclamations d'assurance ou les

---

<sup>173</sup> POZEN R. C., CONROY B., « Credit rating agency reform in the US and EU », *Harvard business school*, avril 2012, p. 1. Traduction de l'auteur.

<sup>174</sup> RICHARDSON M., WHITE L., *Fixing the rating agencies : Is Regulation The Answer?*, Financial Market, Institutions & Instruments, mars 2009, p.146. Traduction de l'auteur.

<sup>175</sup> OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, mars 2015, *op.cit.*, p. 7.

<sup>176</sup> <https://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002>. Traduction de l'auteur.

<sup>177</sup> [http://www.spratings.com/en\\_US/understanding-ratings](http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings). Traduction de l'auteur.

obligations de contrepartie »<sup>178</sup>. Les agences affirment que si elles pouvaient déterminer à l'avance leurs notes, il n'y aurait alors que deux types de notation, « fera défaut » ou « ne fera pas défaut ». Le premier amendement de la Constitution américaine, en donnant un sens commun au mot « opinion », avalise donc l'idée que les notes ne sont que des opinions.

Il est enfin souvent soulevé que les notations ne sont pas de simples opinions car elles influencent fortement les investisseurs. Mais comme le précise à juste titre *Moody's*, les notes ne doivent pas servir de seule et unique référence dans la décision d'investir ou non, « le jugement de Moody's Investors Service quant à la désirabilité ou la non-désirabilité d'une obligation à des fins d'investissement bancaire n'est pas indiqué par Moody's »<sup>179</sup>. Dès lors qu'un investisseur s'intéresse uniquement à la note émise par une agence, il doit être prêt à assumer un échec éventuel car il est celui qui n'aura pas cherché suffisamment de certitudes.

Grâce à cette notion d'opinion, les agences de notation ne garantissent rien à personne et ne sont pas responsables des conséquences des décisions prises par les investisseurs. Mais cette notion de simple opinion est-elle réellement justifiée étant donné l'importance des agences sur les marchés ?

## 2) *La puissance de la représentation*

Pour plusieurs raisons, les notations des agences ne peuvent s'apparenter à une simple opinion.

D'abord, pour les agences leur réputation sur les marchés est conditionnée à la qualité de leurs opinions (notes), ce qui les conduit à expliquer, détailler des choix qui ne sont en principe que des avis, des opinions. Les agences de notation invoquent la liberté d'expression, mais dans cette tendance à vouloir justifier leurs notes se cache le désir de les présenter comme des vérités. Certains auteurs écrivent ainsi « Ces explications n'ont sans doute pas convaincu tant la croyance dans le caractère de vérité plutôt que d'opinion, demeure ancrée chez les utilisateurs de la notation [...]. Les agences sont en partie responsables de cette croyance tant elles veulent démontrer la justesse de leur opinion »<sup>180</sup>.

Il est nécessaire de s'interroger également sur la réelle possibilité des investisseurs de choisir librement d'utiliser ou non les notes des agences de notation. La notation est aujourd'hui devenue un critère fondamental dans la prise de décision des investisseurs et les notes attribuées par les agences sont donc un rouage essentiel dans la régulation financière mondiale. Il ne s'agit alors plus

<sup>178</sup> <https://www.fitchratings.com/site/definitions>. Traduction de l'auteur.

<sup>179</sup> <https://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002>. Traduction de l'auteur.

<sup>180</sup> GERST C., GROVEN D., *op. cit.*, p. 115.

d'une simple opinion ou d'une simple évaluation laissées à la discrétion des investisseurs. A partir du moment où les notes délivrées deviennent de réelles sources de référence sur les marchés financiers, la responsabilité des agences de notation doit donc être engagée. C'est sur le terme « opinion » que se situe l'essentiel du débat aux États-Unis. L'opinion défendue par le premier amendement est caractéristique de la liberté d'expression ; cet amendement permet de défendre la liberté de la presse, qui peut ainsi donner une opinion journalistique sur tel ou tel sujet. C'est derrière cette acceptation du terme d'opinion que les agences de notation se sont pendant longtemps retranchées. Ainsi, les notes ont été considérées comme des opinions devant être protégées en tant que manifestation de la liberté d'expression comme vu précédemment. Or, ce terme défendu par les agences de notation n'est pas une opinion journalistique mais scientifique. En effet, il n'est pas possible d'affirmer que les notes constituent une opinion lorsqu'il s'agit en réalité d'un avis financier basé sur une analyse financière approfondie effectuée par une entreprise. Les investisseurs attendent le plus souvent l'avis des agences de notation pour se lancer ou non dans un investissement particulier. Mais, l'interprétation du mot opinion donnée aux États-Unis est sans réelle nuance, ce qui a permis aux agences de notation d'être exonérées de toute responsabilité lorsqu'elles émettaient des avis. Ce phénomène s'est aussi longtemps manifesté en Europe.

Par ailleurs, que ce soit en Europe ou aux États-Unis, les agences de notation se sont vu attribuer une fonction réglementaire. Dès lors, ce qui ne devait être qu'une opinion est devenue une forme de vérité et d'exactitude régulant les comportements sur les marchés. « La situation est paradoxale. Le régulateur encourage l'utilisation de ces « opinions d'experts » alors que les agences de notation ne cessent de déclarer, à juste titre, que leur expertise est faillible »<sup>181</sup>. Ainsi, « selon Frank Partnoy, une fois la référence aux notations inscrite durablement dans les réglementations, les agences de notation ne commercialisent non plus de simples opinions mais des droits d'accès réglementés c'est-à-dire des licences permettant à l'entité notée et aux investisseurs de bénéficier favorablement des règles en vigueur »<sup>182</sup>. De plus, les notations étant devenues des normes réglementaires, le libre choix n'est plus réel.

L'activité de notation est donc difficilement qualifiable, deux thèses diamétralement opposées s'affrontant. Cependant, depuis la crise financière de 2007 et les différentes évolutions aussi bien théoriques que réglementaires, prédomine la thèse selon laquelle les notes ne sont pas de simples opinions.

---

<sup>181</sup> PETIJEAN M., « De l'(in)utilité des agences de notation », *Regards économiques*, n°18, septembre 2012, p. 5.

<sup>182</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 77.

Le marché de la notation est donc un système éprouvé au sein duquel existe un solide oligopole formé par trois agences dont l'influence sur les marchés est incontestable. Ce pouvoir est en partie dû à leur capacité d'analyse dont la justesse est réelle. Cependant, elles ne sont pas à l'abri d'erreurs débouchant parfois sur des procès ou des sanctions. Mais il est difficile d'engager la responsabilité des agences de notation et donc de les contrôler de par la nature de leur activité, c'est-à-dire la publication d'opinions. Mettre en place des contrôles n'est pas non plus évident du fait de la réalité même de l'activité de notation.

## **Section II : Les limites du contrôle dues à la pratique de l'activité de notation**

L'activité de notation financière est parfois délicate à définir. On en voudra pour preuve, le rôle joué par les agences lors de la crise financière de 2007 (Paragraphe I). Cependant, certains points sont toutefois incontestables comme le fait que la notation est un processus à sens unique (Paragraphe II) ou encore que les textes législatifs laissent une totale liberté aux agences en matière de gestion des ressources humaines (Paragraphe III).

### **Paragraphe I : La crise financière de 2007 et le rôle joué par les agences de notation**

L'accent sera mis ici sur la crise financière et sur la crise des *subprimes*. C'est en effet dans ce domaine que le rôle joué par les agences de notation est le plus flagrant et les conséquences les plus importantes. Il conviendra donc dans un premier temps de tenter d'expliquer cette crise (A), puis d'étudier quel a pu être le rôle joué par les agences de notation financière (B).

#### **A) Explication de la crise de 2007**

La crise financière de 2007 trouve son origine dans un système économique poussé à ses limites (1) où la rentabilité est le maître mot. Mais une fois les limites atteintes, le retour à la réalité est douloureux (2).

### 1) *Les défaillances d'un système poussé à ses limites*

Pour expliquer au mieux cette crise, il est d'abord nécessaire de replacer les événements dans leur contexte. La crise financière internationale de 2007 tient ainsi son origine dans la crise dite des *subprimes* américains. Ces *subprimes*, branche la plus à risque des crédits hypothécaires, représentaient alors près de 1.200 milliards de dollars soit 13% de la dette hypothécaire américaine. A la suite d'une surchauffe du marché immobilier américain en 2003, différents acteurs financiers vont développer de nouveaux outils afin de favoriser l'endettement. « L'offre de crédit devient de plus en plus innovante, proposant des produits « sur mesure » adaptés à tous les profils d'emprunteurs. À côté du prêt traditionnel à 30 ans et à taux fixe présent sur le prime market (marché « sans risque »), se développe une large gamme de nouveaux produits, essentiellement à taux variable »<sup>183</sup>. C'est d'ailleurs en partie à cause de la complexité de ces nouveaux produits que les agences de notation se sont trompées quant à leurs évaluations. Ce processus ouvre donc le marché du crédit à une catégorie de la population qui jusque là n'y avait pas accès. « Ces ménages ont souvent été approchés par des courtiers hypothécaires – parfois malveillants – peu soucieux de la qualité de l'emprunteur, cherchant avant tout à gagner leur commission, ou bien par des paiements organisés non assujettis aux contraintes de la réglementation bancaire et qui donc pouvaient s'engager sur des opérations à risque, sachant qu'ils n'avaient plus ensuite qu'à les revendre sur le marché secondaire »<sup>184</sup>. Circulait alors l'idée (folle) qu'en cas de difficultés financières, les ménages pouvaient rembourser leur crédit en demandant un autre prêt ou en vendant leur bien avec l'espoir d'une plus-value. Un système économique fondé sur la rentabilité était alors à son apogée. A partir de 2006, « la baisse des prix, combinée à la hausse des charges d'intérêt, et surtout l'entrée dans la période de réinitialisation des taux et de remboursement du capital (resets) pour les prêts non traditionnels contractés en 2004 mettent à mal la situation financière des ménages qui ne peuvent plus compter sur la vente de leur bien pour effacer leur dette. Les mensualités augmentent jusqu'à atteindre plus de 50 % du revenu des ménages. Les retards de paiement s'accroissent. Fin 2007, 20 % des crédits « subprimes » à taux variable connaissent des retards de paiement de plus de six mois, contre 10 % en 2005, et presque 6 % sont entrés en procédure de saisie »<sup>185</sup>. La suite est connue : la crise immobilière américaine se propage au marché financier, d'abord américain, puis international, pour enfin atteindre toutes les couches de l'économie. La faiblesse des conditions d'octroi des crédits, favorisée par la titrisation, a affaibli le système

---

<sup>183</sup> RIFFLART C., « La crise immobilière aux États-Unis : l'éclatement de la bulle, Crise financière : analyses et propositions », *Revue d'économie financière*, 2008, p. 2-3.

<sup>184</sup> *Ibid.*

<sup>185</sup> *Ibid.*, p. 4.

financier dans son ensemble. « L'idée reçue, jusqu'à l'été 2007, était aussi que ce phénomène, en dispersant le risque entre de nombreux investisseurs de par le monde, renforcerait la solidité du système bancaire. Mais la titrisation, qui s'est accompagnée d'une grande sophistication de produits financiers de plus en plus innovants, a été l'objet d'un certain nombre d'abus et de déviations qui n'ont guère été perçus à l'époque »<sup>186</sup>. La titrisation permet aux banques de retirer de leur bilan les prêts qu'elles ont accordés et donc d'accélérer la rotation de leur bilan tout en respectant les accords de Bâle leur imposant des ratios entre leurs fonds propres et leurs engagements. Les banques ont donc trouvé, grâce à ce processus, un moyen de gagner plus d'argent plus rapidement. En effet, après avoir octroyé un crédit, elles le « revendaient » sur les marchés financiers. Dès lors, les banques américaines, pour attirer un maximum d'emprunteurs, ont facilité l'octroi de crédits hypothécaires très risqués à travers des montages financiers complexes sans trop s'attacher à la solvabilité des emprunteurs. L'accès facile aux crédits s'est donc accompagné d'une détérioration de leur qualité, les banques, volontairement peu attentives aux risques potentiels ne se protégeant ainsi plus suffisamment des risques de non remboursement. « Or, cette dégradation de la qualité des crédits a joué un rôle majeur dans la montée en puissance des défaillances d'emprunteurs « *subprimes* », défaillances qui ont été le « déclencheur » de la crise »<sup>187</sup>. Le marché financier international s'est alors retrouvé « infecté » par les crédits titrisés de mauvaise qualité, et a donc inévitablement fini par tomber malade. Cette maladie du marché financier international est aussi fortement liée au surendettement des États.

Une part de la croissance de pays occidentaux est due à leur capacité de financement via des crédits et donc à leur capacité d'endettement. Ce type d'économie d'endettement trouve sa source à la fin des années 70 aux États-Unis. Jusqu'à cette date le développement du crédit aux États-Unis était « sain » et les salaires augmentaient de manière constante. Mais dans les années 70, la croissance économique s'est ralentie et les salaires ont cessé d'augmenter alors que dans le même temps, la dette, elle, continuait son ascension, avec un développement nuisible à la capacité de rebond de l'économie ; il était de plus en plus compliqué pour les emprunteurs de rembourser leurs crédits. C'est en 1979 que Paul Volker<sup>188</sup> décide de réduire les coûts des emprunts, d'augmenter la valeur des actifs financiers et de stabiliser le pouvoir d'achat afin de lutter contre l'inflation. Dans cette optique, il place le taux directeur de la *Federal Reserve System* (souvent raccourci en *Federal Reserve* ou *FED*) à 20%. Dès lors, et comme le précise Jacques Attali, « il devient donc possible d'augmenter le

---

<sup>186</sup> DE LAROSIERE J., « La crise financière actuelle. Pourquoi le système a-t-il déraillé ? Réflexions sur la titrisation, Crise financière : analyses et propositions », *Revue d'économie financière*, 2008, p. 3.

<sup>187</sup> *Ibid.*

<sup>188</sup> Paul Adolph Volker est un économiste américain qui a notamment été Président de la Réserve fédérale des États-Unis (FED) de 1979 à 1987.

niveau de vie en remplaçant le revenu par des emprunts aisément remboursés par la vente d'actifs [...]. L'économie s'installe ainsi dans une économie de la dette où l'endettement des ménages est utilisé comme substitut à l'augmentation des salaires. [...]. Cette situation peut durer aussi longtemps qu'augmente la valeur des actifs boursiers et immobiliers. Ce sera le cas pendant près de 30 ans »<sup>189</sup>. L'endettement est donc un moyen de soutenir la croissance. Or cette économie d'endettement est financée par des innovations financières complexes telles que la titrisation. Comme vu précédemment sur le marché américain, de nombreux foyers ont accédé à la propriété immobilière grâce à la titrisation et à la promotion des crédits hypothécaires ; avec pour conséquence néfaste une forte hausse de l'endettement malgré une faible augmentation des salaires. L'économie d'endettement peut être comparée à une baignoire. « Le volume d'eau de cette baignoire, c'est la masse monétaire. Ce volume augmente lorsque les banques consentent des crédits (qui sont donc le robinet de la baignoire), et il diminue lorsque les particuliers ou les entreprises remboursent ce qu'ils doivent aux banques (les remboursements sont donc la "bonde" de vidange de la baignoire) »<sup>190</sup>. La baignoire se vide régulièrement grâce aux remboursements, mais elle se remplit de manière très saccadée en fonction des emprunts. Ainsi quand l'économie se porte mal, les emprunteurs se raréfient car les taux de crédits sont élevés ; dès lors la baignoire se vide plus vite qu'elle ne se remplit. Dans cette conjoncture, « la masse monétaire diminue et l'argent manque partout »<sup>191</sup>. Il suffit d'ajouter à ce phénomène le délaissement de l'industrie dite « réelle » et un événement insignifiant suffit alors à enrayer la machine. C'est donc grâce à ce montage financier que les pays occidentaux ont pu s'assurer une croissance moyenne de l'ordre de 4% malgré une productivité réelle bien inférieure à ce rendement. Le maintien de ce système, l'injection de liquidité dans l'économie par les banques centrales et l'abaissement des taux permettant de soutenir la croissance ont permis à l'économie mondiale de jamais vraiment pâtir des bulles financières qui ont touché le secteur (tel que la bulle internet dans les années 2000 par exemple). Un système sous perfusion ne peut cependant pas vivre éternellement, « la FED mène une politique de taux bas pour relancer la croissance mais elle laisse la perfusion dans le bras américain un peu trop longtemps »<sup>192</sup>. Ce modèle économique basé sur l'endettement des États conjugué à une masse trop importante de liquidités, à la dérive de produits financiers peu sûrs et à des risques mal mesurés va alors être confronté à des phénomènes financiers qui vont entraîner sa chute. Après l'euphorie, les conséquences du non remboursement des crédits se font sentir sur les institutions financières.

---

<sup>189</sup> ATTALI J., *Survivre aux crises*, Fayard, 21 octobre 2009, p. 34.

<sup>190</sup> BOISSE S., « Les vraies raisons de la crise économique », <http://sboisse.free.fr>.

<sup>191</sup> *Ibid.*

<sup>192</sup> DOCKES P., LORENZI J-H., *Fin du monde ou sortie de crise ?*, Le cercle des économistes, Tempus, 24 septembre 2009, p. 26.

## 2) *Un retour à la réalité douloureux*

C'est l'éclatement de la bulle immobilière américaine qui a déstabilisé l'ensemble des marchés financiers. Lorsqu'à la fin de l'année 2005, la FED a commencé à relever ses taux d'intérêt, les foyers américains les plus fragiles se sont retrouvés en défaut de paiement. « Le taux de défaut de paiement sur les prêts hypothécaires des ménages, qui atteignait à peine 4% en 2005 a alors considérablement augmenté pour atteindre 10% en septembre 2007 puis 20% à la fin de cette même année »<sup>193</sup>. Ces défauts de paiement ont entraîné des saisies immobilières, avec pour conséquences une augmentation importante du nombre de logements à la vente, et un effondrement des prix de l'immobilier. Dès lors, les investisseurs n'investissent plus dans les titres financiers adossés aux créances immobilières et les banques « contraintes par des dispositions contractuelles mal spécifiées [...] ont rapatrié massivement dans leurs comptes les instruments de titrisation »<sup>194</sup>. Dans l'économie mondialisée telle que nous la connaissons qui s'appuie sur la finance globalisée et la mobilité internationale des capitaux, la crise américaine va affecter l'activité des marchés financiers mondiaux. Un climat de défiance se traduit alors sur le marché interbancaire, les banques ne sachant plus le degré de vulnérabilité de leurs concurrents. Ce sera *BNP Paribas*<sup>195</sup> qui annoncera la première ne plus pouvoir évaluer la valeur de ses titres ; « faisant découvrir par la même occasion qu'ils sont désormais introduits dans les comptes des principales banques du monde développé »<sup>196</sup>. En janvier 2008, les banques dont les fonds propres sont insuffisants et qui ont subi des pertes importantes sont en faillite. La première banque à se déclarer en faillite sera *Bear Stearns*<sup>197</sup>. La banque *Lehman Brothers* est elle aussi au bord de la faillite à la fin de l'été 2008 lorsque la Maison Blanche s'interroge sur l'opportunité de la sauver ou non. En effet, le gouvernement américain hésite entre l'application du principe « *too big to fail* »<sup>198</sup> ou l'idée de ne pas mettre en place une jurisprudence qui préciserait que toutes les grosses banques seront renflouées en cas de faillite. La deuxième option sera choisie et *Lehman Brothers* déposera officiellement son bilan le 15 septembre

---

<sup>193</sup> RICOL R., *Rapport sur la crise financière*, Mission confiée par le Président de la République dans le contexte de la présidence française de l'Union européenne, Septembre 2008, p. 27.

<sup>194</sup> *Ibid.*

<sup>195</sup> BNP Paribas est un groupe bancaire français présent dans 75 pays et faisant partie de l'indice CAC 40. En 2016, elle est la première banque de la zone euro et la cinquième banque internationale.

<sup>196</sup> ATTALI J., *op. cit.*, p. 40.

<sup>197</sup> Elle fera dans un premier l'objet d'un prêt de 25 milliards de dollars par la banque fédérale de New-York, mais cette dernière fera finalement volte-face quelques jours après. Elle sera finalement revendue à la banque commerciale JP Morgan Chase à un prix dérisoire de 10 dollars par action.

<sup>198</sup> Le principe « *too big to fail* », en français « trop gros pour faire faillite », veut que certaines banques ou institutions financières soient sauvés par les pouvoirs publics en cas de faillite car les conséquences seraient trop importantes pour l'économie.

2008. Il ne s'agit là que d'un exemple parmi beaucoup d'autres, de nombreuses sociétés subissant les premiers contrecoups de la crise et se déclarant alors en faillite. Pourtant ce n'est qu'un début car les risques vont se diffuser à l'économie réelle.

Après la sphère financière, c'est la sphère réelle de l'économie qui est impactée. Leur interdépendance s'impose car dans une économie capitaliste de marché, le fonctionnement de toutes les activités économiques suppose des capacités de financement. « L'économie, nationale, régionale ou mondiale, prend donc la forme d'un système dans lequel les diverses composantes, les multiples éléments (agents et opérations) sont plus ou moins en interaction avec les autres composantes, éléments et avec le système lui-même. En fait, depuis le début des années 80, diverses évolutions (révolutions pour certains) ont contribué à multiplier les phénomènes interactifs et donc la (sur)réactivité du système »<sup>199</sup>.

Le 17 septembre 2008, 550 milliards de dollars sont retirés du marché monétaire américain, « La liquidité des banques n'est plus assurée. Le crédit aux entreprises s'arrête. Si ce jour-là, les épargnants s'étaient précipités en masse pour retirer leur argent des banques aux États-Unis et en Europe, le système capitaliste en son entier se serait sans doute effondré »<sup>200</sup>. Les défauts sur les crédits hypothécaires et le recul brutal des prix de marché des actifs (tels que les obligations d'entreprises) ont fragilisé les banques. Elles ont donc durci les conditions d'accès au crédit rendant alors plus difficiles les financements d'opérations d'investissement. Ce resserrement des conditions de crédit a logiquement entraîné une accession très compliquée aux capitaux, aussi bien pour les ménages que pour les entreprises. Le système économique entre alors dans un cercle vicieux : la baisse de la consommation génère un ralentissement de l'activité des entreprises, puis une baisse de croissance, et donc une hausse du chômage. Il aura fallu la mise en place de plans d'urgence pour sauver l'économie. La France a par exemple consacré 360 milliards d'euros pour sauver ses banques quand la FED a injecté près de 8,7 trillion de dollars dans le sauvetage de l'économie américaine.

Les pays en développement ont eux aussi subi durement cette crise. Alors que jusque-là l'origine des crises se situait souvent dans les pays en développement, celle-ci a débuté dans les pays développés pour atteindre ensuite les pays émergents. « Pour reprendre les mots de Martin Khor, le nouveau directeur exécutif du Centre Sud à Genève, « Les sources de la crise financière mondiale se trouvent dans les politiques financières et autres politiques des pays développés, plus particulièrement des États-Unis. Bien que les pays en développement ne soient nullement responsables de la crise, celle-ci ne les épargne pas. » »<sup>201</sup>. « Selon le *World Economic Outlook*

<sup>199</sup> MOUREY D., « De la crise financière,... à la crise réelle ? », [www.davidmourey.com](http://www.davidmourey.com), 24 août 2007.

<sup>200</sup> ATTALI J., *op. cit.*, p. 44.

<sup>201</sup> GURTNER B., « La crise économique-financière et les pays en développement », *Revue internationale de politique*

(WEO) d'avril 2009 du FMI, le ralentissement économique des pays émergents et en développement a été plus marqué que celui des pays industrialisés »<sup>202</sup>. L'Organisation des Nations-Unies pour l'éducation, la science et la culture a ainsi estimé que la baisse de croissance en 2009 a coûté 18 milliards de dollars aux quelques 390 millions de personnes d'Afrique subsaharienne vivant dans une pauvreté extrême<sup>203</sup>. Plusieurs raisons expliquent ces répercussions à l'échelle mondiale. La crise s'est d'abord propagée via les marchés boursiers des pays émergents, le MSCI Marchés Émergents<sup>204</sup> ayant par exemple chuté de 23% en une semaine. Ensuite, le flux de capitaux à destination des pays en développement, qui s'élevait à 1157.7 milliards de dollars en 2007, est tombé à 727.3 milliards de dollars en 2008<sup>205</sup> alors que ces capitaux sont indispensables à leur développement. Les envois d'argent par les migrants dans leurs pays d'origine ont également fortement diminué notamment en raison des difficultés à trouver du travail et des licenciements. Enfin, le ralentissement de l'économie mondiale s'est répercuté sur la demande de biens et de services. Le ralentissement économique de la Chine et de l'Inde par exemple a entraîné une diminution de leurs demandes d'agents énergétiques et de matières premières minérales, spécialement africaines.

Il est cependant important de préciser que certains économistes insistent sur les effets positifs de cette crise. C'est par exemple le cas de Patrick Artus qui affirme que « Ces conséquences négatives sont assez systématiques, et apparaissent dans toutes les crises. Mais les caractéristiques particulières de cette crise font aussi apparaître des conséquences favorables, à terme »<sup>206</sup>. Les effets positifs se traduisent notamment par des structures de financement plus orientées vers des ressources stables du fait d'une aversion pour le risque. Patrick Artus affirmait également en 2008 à propos de la titrisation que « La réintégration des risques de défaut des emprunteurs dans les bilans des banques (la réintermédiation) est donc favorable, car elle va inciter les banques à examiner la situation des emprunteurs »<sup>207</sup>.

La crise financière de 2007 a donc eu des répercussions dans l'économie mondiale, sans distinction du niveau de développement des différents pays. Toutes les sphères de l'économie ont été atteintes, que soit la sphère financière, la sphère monétaire ou encore la sphère « réelle ». Il est

*de développement*, 15 mars 2010.

<sup>202</sup> *Ibid.*

<sup>203</sup> UNESCO, *La crise mondiale frappe les plus vulnérables*, 3 mars 2009.

<sup>204</sup> Le MSCI Marchés Émergents est un indice boursier créé en 1988 mesurant la performance des marchés boursiers de pays à économie émergente.

<sup>205</sup> Banque mondiale, *Global development finance, I : review, analysis, and outlook*, 2009, Tableau 2.1, p. 40.

<sup>206</sup> ARTUS P., « La crise a aussi des conséquences favorables », *Falsh économique Natixis*, n°68, 14 février 2008.

<sup>207</sup> *Ibid.*

maintenant nécessaire de s'interroger sur le rôle des agences de notation financière dans cette crise mondiale.

## B) Le rôle nuancé des agences de notation financière dans la crise de 2007

Les agences de notation ont été mises en lumière par la crise financière de 2007. Durant cette crise, même si elles ont joué un rôle important (1), il convient de se demander si elles ne représentaient pas un bouc émissaire idéal (2).

### 1) *La contribution des agences de notation à la crise de 2007*

Le rôle des agences de notation et leur fiabilité sont remis en cause depuis longtemps mais ce sera la crise de 2007 qui fera éclater le problème au grand jour et provoquera un débat de fond. Leurs insuffisances sur la qualité des notations (b) et plus particulièrement sur celle des produits structurés est notable (a), d'autant plus qu'elles sont souvent accompagnées d'un phénomène d'auto-réalisation (c).

#### a) Les insuffisances de la notation des produits structurés

Les reproches à l'encontre du rôle des agences de notation financière ne remontent pas à la crise de 2007. Dès la crise asiatique de 1997, les agences avaient été critiquées pour leur incapacité à prévoir l'insolvabilité des entités notées ainsi que pour leur brutalité lors de la décote massive des notes des pays concernés (notamment les Philippines, l'Indonésie, la Malaisie, la Corée du Sud et la Thaïlande), ce qui provoqua un vent de panique sur les marchés. A titre d'exemple, *S&P* avait abaissé la note souveraine de la Corée du Sud de dix points et celle de l'Indonésie de treize<sup>208</sup>. Les agences de notation avaient par la suite été décriées lors des affaires *Enron* ou *Parmalat*, évoquées en introduction, mais aussi lors de l'éclatement de la bulle internet dans les années 2000. Enfin, quelques jours avant sa banqueroute, la banque *Lehmann Brothers* était encore notée en catégorie « investissement » par les trois grandes agences. Elles n'ont pas cru à son éventuelle faillite, pensant que l'État américain viendrait à son secours comme ce fut le cas avec d'autres banques. « Cet exemple montre une autre limite des agences, qui provient du fait qu'elles tiennent compte dans leur

---

<sup>208</sup> GAILLARD N., *Les agences de notation*, La découverte, Repères n°547, février 2010, p. 56.

notation d'éléments autres que quantitatifs »<sup>209</sup>.

Dans un rapport du Sénat américain sur les causes de la crise financière<sup>210</sup>, on peut lire que les notations de produits structurés « ont été affectées par la pression concurrentielle, la recherche effrénée de parts de marché et le besoin d'attirer des banques d'investissement originatrices de produits structurés »<sup>211</sup>. On peut également lire que les notes attribuées aux produits structurés par *S&P* et *Moody's* n'ont pas été sincères et que ces deux agences ont négligé les méthodologies et les processus de notation des produits structurés. Ce rapport précise enfin que ces agences « n'ont pas dégagé les ressources humaines nécessaires pour noter les nouveaux produits structurés émis sur le marché »<sup>212</sup>. De manière générale, il remet donc en question la qualité des notes émises par les agences de notation financière. En ce qui concerne les notes émises pour les produits structurés, leur remise en cause est liée à divers éléments. Le premier concerne la pression concurrentielle et la recherche de parts de marché. Il est important de savoir que la notation des produits structurés représentait environ 50% des profits des agences, les honoraires pour la notation d'un *Collateralized Debt Obligation* (CDO)<sup>213</sup> pouvant s'élever à 500 000 dollars. Dès lors, et comme l'affirme Norbert Gaillard, « 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 »<sup>214</sup>. Un autre facteur de remise en cause de la notation des produits structurés provient de la difficulté pour les agences d'étudier le profil de risque des produits structurés en raison de leur complexité, de l'inexpérience de ces agences dans le domaine de la titrisation et du peu de données historiques disponibles. Enfin, les agences ont toujours eu les outils nécessaires à l'évaluation du risque d'un seul et unique émetteur. Les produits structurés étant composés d'une multitude de petits émetteurs, l'évaluation du risque s'est avérée beaucoup plus compliquée. Cet ensemble de conditions non remplies ont bien évidemment contribué à une mauvaise qualité des notations des produits structurés. Le Parlement européen a ainsi affirmé que « les agences de notation ont joué un rôle non négligeable dans le développement de la crise financière en attribuant des notations erronées aux instruments financiers structurés, dont la note a été abaissée de trois à quatre crans en moyenne pendant la crise »<sup>215</sup>. La qualité de la notation des dettes souveraines a

<sup>209</sup> COLLARD F., *op. cit.*, p. 38.

<sup>210</sup> U.S. Senate, *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of a Financial Collapse*, *op.cit.*, 13 avril 2011.

<sup>211</sup> GAILLARD N., « La responsabilité éthique des agences de notation », *Transversalités*, 2012/4 (N° 124), p. 57-58.

<sup>212</sup> *Ibid.*, p. 60.

<sup>213</sup> <http://financedemarche.fr> : « Un CDO (« Collateralized Debt Obligation ») est un produit dérivé de crédit faisant référence à un portefeuille d'obligations, de prêts, de créances, de titres adossés à des actifs ou même d'autres CDOs. Les actifs et leurs revenus sont ainsi titrisés au sein d'un seul et unique produit. L'attrait principal d'un CDO est ensuite de pouvoir être vendu par tranche à des investisseurs, chacune ayant un profil de risque différent ».

<sup>214</sup> GAILLARD N., *Remettre la notation financière à sa juste place*, Institut Montaigne, juillet 2012, p. 17.

<sup>215</sup> Parlement européen, *Projet de rapport sur les agences de notation de crédit : perspectives d'avenir*, 24 novembre

aussi été remise en cause.

#### b) La qualité discutable des notations

Concernant la dégradation de la note de la France par exemple (*S&P* avait dégradé la note de la France en janvier de 2012 en remplaçant son AAA par AA+, puis en 2013 en dégradant son AA+ en A), Frédéric Bonnevey, économiste français et spécialiste des agences de notation avait alors affirmé que « Elle me semble totalement injustifiée. Que note-t-on au juste ? S'il s'agit de la capacité de la France à honorer sa dette — fonction normale de la note — le pays est irréprochable sur ce plan. S'il s'agit des fondamentaux économiques, de la capacité à résorber les déficits publics, la situation est toute autre. Il y a là une confusion entretenue par *Standard & Poor's* »<sup>216</sup>.

La mauvaise qualité des notes s'explique aussi en partie par le manque d'anticipation des agences de notation, ce qui leur est bien entendu également reproché. Que ce soit dans la gestion des risques ou l'évaluation du niveau de dette, les agences de notation doivent anticiper l'économie. Or, la crise a débuté en raison principalement de défaillances enregistrées sur le marché du crédit immobilier hypothécaire américain. Les agences avaient alors attribué de très bonnes notes aux actifs adossés à ces crédits, leur donnant des notes de catégorie « investissement » alors que les emprunteurs étaient pour la plupart des ménages à faibles revenus donc avec un risque d'insolvabilité important. Les agences de notation ont donc « provoqué un élan de confiance important dans ce domaine des marchés financiers alors même que la mauvaise situation de l'endettement privé était établie »<sup>217</sup>. Les premiers défauts de paiement substantiels apparaissent en 2005, ils sont alors de 10% (et seront de 28% en 2008)<sup>218</sup>. Mais ce n'est que mi-2007 que les agences de notation décident de dégrader massivement les notes attribuées à ces produits. Comme l'indique un rapport remis à Nicolas Sarkozy en 2008, « une mauvaise appréciation des risques de crédit par les agences de notation a contribué au développement rapide des produits complexes de titrisation ainsi qu'à leur chute brutale. En effet, les produits structurés complexes étaient très bien notés par les agences, favorisant leur essor. Mais la baisse du prix de l'immobilier aux États-Unis, entraînant de fait la hausse des taux de défaut sur les prêts subprimes, a conduit les agences depuis mi-2007 à dégrader, souvent de plusieurs crans, un très grand nombre de produits structurés »<sup>219</sup>. « Plus du tiers des produits

---

2010, p. 3-4.

<sup>216</sup> ALBERTINI D., « Une dégradation totalement injustifiée », *Libération*, 13 janvier 2012.

<sup>217</sup> DUBOIS E., *La notation financière-Une convention au cœur des turbulences*, Institut d'études politiques de Grenoble, 2010, p. 41.

<sup>218</sup> DOCKES P., LORENZI J-H., *op. cit.*, p. 4.

<sup>219</sup> RICOL R., *op. cit.*, p. 64-65.

structurés notés aaa par *Standard & Poor's* au 1er janvier 2008 sont dégradés en cours d'année. Entre le premier trimestre 2008 et le troisième trimestre 2011, les abaissements de notes de *Fitch* sont jusqu'à mille fois plus nombreux que les augmentations de notes. Au total, ce sont des milliers de produits structurés notés en catégorie investissement qui sont tombés en défaut »<sup>220</sup>. « Devant la perte de confiance des investisseurs pour les notations, la crise s'est étendue à d'autres produits de bonne qualité et a contribué à l'assèchement du marché interbancaire »<sup>221</sup>. Enfin, les agences de notation ont joué un rôle évident dans la crise de 2007 à travers le phénomène d'auto-réalisation (*self-fulfilling prophecy*).

### c) L'effet du phénomène d'auto-réalisation

Ce phénomène se caractérise par une sur-réaction des agences entraînant des difficultés pour des émetteurs dont la révision à la baisse de leur note se fait, selon eux, sur la base de jugements hâtifs et dictés par les marchés. Ainsi, au lieu de jouer leur rôle originel et de prévenir un risque d'insolvabilité, les agences de notation parachèvent parfois le risque de défaut en empêchant l'accès au marché à ceux qui reçoivent une mauvaise note. Ce phénomène pro-cyclique, qui sera développé plus en détail dans un paragraphe suivant, a été dénoncé par Pier Carlo Padona après la dégradation de la note du Portugal de quatre crans en juillet 2011 ; ce dernier affirme que « Ce n'est pas vrai qu'elles transmettent des informations : elles expriment des jugements, entraînant une accélération de tendances déjà à l'œuvre. C'est comme pousser quelqu'un qui est au bord d'un ravin. Elles aggravent la crise »<sup>222</sup>. Il en va de même pour la banque *Dexia* avec une variante plus sournoise. Ainsi, « l'agence s'est rendue compte que la situation financière de *Dexia*, que le risque de liquidité persistant et l'exposition à la dette souveraine rendaient particulièrement vulnérable à une dégradation de la situation, avait été indûment et trop longtemps préservée des foudres de *Moody's* au cours des années précédentes, y compris lors de l'avis favorable rendu en février 2010. Dans les circonstances de 2011, il convenait de se montrer relativement plus dur envers les faibles pour montrer aux investisseurs institutionnels que *Moody's* anticipait les problèmes plutôt que de les subir, et *Dexia* présentait un profil adéquat pour une telle démonstration »<sup>223</sup>. Les agences ont donc dégradé progressivement mais rapidement cette banque participant ainsi à sa faillite, « les

<sup>220</sup> GAILLARD N., *La responsabilité éthique des agences de notation*, op. cit., p. 59.

<sup>221</sup> RICOL R., op. cit., p. 64-65.

<sup>222</sup> Interview au journal « La Stampa », 7 juillet 2011, « Non è vero che trasmettono informazioni: esprimono valutazioni imprimendo un'accelerazione a tendenze che sono già in atto. È come dare una spinta a chi è già sull'orlo del burrone. Aggravano la crisi ».

<sup>223</sup> VIENNE C., RUTTEN G., WATERSCHOOT K., Rapport à la chambre des représentants de Belgique, *Examen des circonstances qui ont contraint au démantèlement de la Dexia SA*, 23 mars 2012, p. 308.

dégradations et/ou mises sous surveillance des notes de *Dexia* au cours de l'année 2011 par les deux plus grandes agences de notation de crédit, à savoir *Moody's* et *Standard & Poor's*, ont été déterminantes dans l'accès aux liquidités sur le marché interbancaire pour le groupe. [...]. Le fait de jouir d'une notation élevée était donc vital pour *Dexia* à cause du business model sous-jacent à l'essor du groupe. Cette dépendance était plus forte que pour n'importe quel autre grand groupe bancaire européen étant donné le relatif manque de financement stable de *Dexia* par rapport à sa taille de bilan »<sup>224</sup>.

Cette analyse permet donc de souligner l'influence des agences de notation et, par voie de conséquence, leur rôle joué dans la crise. Si les notes sont bonnes, l'euphorie se saisit des marchés alors même que l'ensemble des acteurs savent que les produits sont risqués. Et lorsque les mêmes produits subissent une dégradation de note, les marchés financiers connaissent une importante dépression s'étendant au-delà des produits concernés en premier lieu. L'action des agences de notation durant la crise de 2007 est donc logiquement dénoncée, leurs notes « produisant une panique contagieuse très difficile à juguler »<sup>225</sup>.

Mais les agences de notation ne constituent-elles pas une cible adéquate à blâmer pour expliquer la crise et sa propagation au reste du monde ?

## 2) *Les agences de notation financière, un bouc-émissaire idéal*

Dans cette crise, les agences ont une responsabilité évidente. Mais ne sont-elles pas devenues les seules responsables de la faillite d'un système ? Comme pour toute crise, il faut un responsable ; et comme pour tout responsable, ce ne sera que rarement soi-même. Au sein du système financier et politique, les agences de notation financière ont très rapidement été montrées du doigt, Nicolas Sarkozy a par exemple affirmé qu'elles « n'avaient pas fait leur travail »<sup>226</sup>. « Olivier Pastré et J-M Sylvestre ont fait mention de cette tentation victimaire concernant les agences : « elles font office de victimes idéales. Il n'est pratiquement pas un politique qui n'y soit allé de son couplet » »<sup>227</sup>.

Tout d'abord, selon certains observateurs, le phénomène d'auto-réalisation développé précédemment est à nuancer. Effectivement, pour certains, les agences de notation n'ont fait que jouer un rôle de thermomètre. Pour Yves Thérard, « Elles sont des thermomètres nécessaires. Et

---

<sup>224</sup> *Ibid.*, p. 294-297.

<sup>225</sup> DUBOIS E., *op. cit.*, p. 43.

<sup>226</sup> BRONNEC T., « Sarkozy fait des agences de notation un bouc émissaire », *l'Express*, 25 avril 2008.

<sup>227</sup> DUBOIS E., *op. cit.*, p. 49.

quand on est malade, on n'accuse pas le thermomètre, on se soigne. Or les pays occidentaux sont malades d'avoir trop dépensé, d'être trop endettés, d'avoir été mal gérés alors que le monde changeait. C'est en grande partie de la faute de leurs dirigeants politiques s'ils sont aujourd'hui au bord du précipice »<sup>228</sup>. Il va même plus loin en affirmant que « C'est bien plus le manque de subtilité de la communication des agences de notation qui est ici en cause. [...]. Sans l'avoir provoquée, ces agences de notation auront mis de l'huile sur le feu par leur communication un peu légère »<sup>229</sup>. Cette théorie du thermomètre reste cependant difficilement acceptable au vu des nombreuses défaillances évoquées précédemment.

Le rôle des agences de notation est cependant à nuancer car d'autres mécanismes de marché ont aggravé la crise. En premier lieu, le short-selling (vente à découvert) ; il s'agit de « [...] emprunter un titre contre le versement d'un intérêt, le vendre puis attendre la baisse effective pour le racheter et le rendre à son prêteur en ayant donc réalisé un profit. Cela consiste donc à parier que le prix d'une action va baisser »<sup>230</sup>. Ce système de vente à découvert est pratiqué par une majorité des acteurs du marché financier, que ce soit les *hedge funds*, les gestionnaires de fonds traditionnels, les banques d'investissement ou encore les investisseurs individuels. Il est très compliqué d'estimer le volume que représente cette pratique, « toutefois, les travaux effectués par la Commission européenne permettent d'en estimer le volume entre 1 % et 3 % de la capitalisation boursière »<sup>231</sup>. Cette pratique est une pratique hautement spéculative, basée sur des théories et des espoirs de baisse ou de hausse, qui ne peuvent qu'aggraver l'instabilité des marchés financiers, surtout lorsqu'ils traversent des crises comme ce fût le cas en 2007-2008. Il en va de même pour le *naked-CDS* : « si un investisseur achète un [Credit Default Swap] CDS<sup>232</sup> sans être exposé au risque de crédit relatif à l'émetteur de l'obligation sous-jacente (on parle alors de *naked-CDS* ou CDS à nu), il espère donc un gain potentiel du fait d'une hausse du risque de crédit évoqué »<sup>233</sup>. Cette pratique est peut-être même pire pour les marchés financiers (mais aussi d'un point de vue moral) que le *short-selling* car elle consiste à espérer que « l'émetteur des obligations aura des difficultés à rembourser ou verra sa qualité de crédit se dégrader »<sup>234</sup>. Il ne paraît donc pas étonnant que cette propension à s'engager dans des paris puisse provoquer un effondrement des marchés financiers.

<sup>228</sup> THREARD Y., « Le jeu politiquement dangereux des agences de notation », *Le Figaro*, blog de Yves Thréard, 18 octobre 2011.

<sup>229</sup> *Ibid.*

<sup>230</sup> Lexique financier, LesEchos.fr.

<sup>231</sup> Banque de France, *Documents et débats*, n°4, mai 2012, p. 43.

<sup>232</sup> <https://www.fimarkets.com>, « Un Credit Default Swap (CDS) est un contrat par lequel un vendeur de protection (Protection Seller) s'engage, contre le paiement d'une prime, en cas d'événement (credit event) affectant la solvabilité d'une entité de référence (Reference Entity), à dédommager l'acheteur (Protection Buyer) ».

<sup>233</sup> *Ibid.*, 1%

<sup>234</sup> *Ibid.*, 1%

La confiance aveugle dans les évaluations des agences de notation a également contribué à la crise. En effet, la très grande majorité des investisseurs prennent leurs décisions d'investissement au vu des analyses des agences et délaissent leurs propres analyses. Dès lors, se met en place une dépendance quasi-exclusive et excessive aux opinions des agences de notation, dépendance qui exonère de toute responsabilité dans l'analyse de produits complexes et encourage l'esprit critique. Concernant la crise de la dette souveraine, l'une des principales critiques à l'encontre des agences de notation porte sur leur inaction face aux problèmes financiers de certains États tels que la Grèce ; elles sont même suspectées d'avoir contribué à leur chute. Il est cependant nécessaire d'analyser sous un autre angle ce processus d'abaissement de la notation. En effet, ne sont-ils pas simplement l'illustration d'un monde « qui s'écroule » ? De ce point de vue, les agences accéléreraient effectivement légèrement les mouvements spéculatifs inéluctables, « mais qui (concernant la Grèce) sont la conséquence de dizaines d'années de mauvaises gestions, de fraudes en tout genre et de dilapidation des biens sociaux au profit souvent d'un secteur privé qui aura eu comme leitmotiv des délocalisations en dehors de la zone Euro »<sup>235</sup>.

Une grande majorité des analystes financiers reconnaît donc le rôle joué par les agences de notation financière lors de la crise de 2007 mais le nuance. Ainsi, l'économiste Marc Touati affirme que « les agences auraient peut-être dû dégrader leurs notes avant. Aujourd'hui, elles mettent un peu d'huile sur le feu mais elles ne font que remplir leur rôle. C'est un peu facile de dire que la crise est due aux agences de notation »<sup>236</sup>. Il complète d'ailleurs son propos en expliquant que « les marchés sont comme ça. Une fois qu'on les oriente dans une direction, ils ont du mal à s'arrêter. Et ce qui devient dangereux, c'est que c'est "auto réalisateur". Plus les taux d'intérêt augmentent, plus le risque de défaut augmente, et plus la notation se dégrade. Mais il ne faut pas inverser le problème. Ce n'est pas seulement un problème de notation et de dette publique, c'est surtout un problème de faiblesse de la croissance. Aujourd'hui, dans la grande majorité des pays de la zone euro, il n'y a pas assez de croissance économique simplement pour payer les intérêts de la dette. Il y a eu des erreurs de gouvernance économique de la zone euro, [...] »<sup>237</sup>. Michel Prada, alors Directeur de l'Autorité des marchés financiers, abonde dans le même sens lors de son audition devant la Commission des finances de l'Assemblée Nationale française le 20 février 2008, « Incontestablement, les agences de rating ont été défailtantes dans cette affaire. Elles n'ont pas été les seules, on ne peut pas en faire les boucs émissaires de la crise mais incontestablement, elles ont leur part de responsabilité ».

---

<sup>235</sup> COMENGE P., « Les agences de notation ; coupables idéales d'une crise « systémique » », *Le nouvel observateur*, Le plus, 13 juillet 2011.

<sup>236</sup> Interview de Marc Touati, *Le Monde*, 29 avril 2010.

<sup>237</sup> *Ibid.*

Il est évident que les agences de notation financière ont leur part de responsabilité dans la crise financière internationale de 2007. Elles ne sont cependant pas seules responsables, c'est peut-être tout le système économique et tout le système de notation actuel qui sont à repenser, d'autant que le processus de notation actuel est un processus à sens unique.

## **Paragraphe II : Un processus de notation à sens unique**

Le pouvoir sans partage des agences de notation financière crée sans aucun doute un processus de notation à sens unique. Ce dernier se traduit par un dialogue contradictoire (A) ainsi que des incompréhensions persistantes (B) entre agences et émetteurs.

### **A) Un dialogue contradictoire**

Il faut savoir que le dialogue existe entre l'émetteur et l'agence de notation. Ainsi, pour François Veverka « dans 99 % des cas, la notation est demandée par l'émetteur qui espère ainsi attirer les investisseurs et obtenir de meilleures conditions d'émission. La démarche est donc consensuelle et coopérative »<sup>238</sup>. Il est donc indéniable que le processus de notation débute par un dialogue entre émetteurs et agences de notation ; ce processus s'organise d'un commun accord, l'émetteur fournissant à l'agence toutes les informations, même confidentielles, nécessaires à l'élaboration de la notation. Après de nombreux échanges contractuels, plusieurs fois par an<sup>239</sup> les analystes en charge de la notation vont rencontrer physiquement l'émetteur afin qu'il explique sa politique commerciale, les futures orientations financières et les différentes stratégies de l'entreprise. Jusqu'ici, un réel dialogue existe entre l'émetteur et l'agence de notation. C'est ensuite un comité de notation qui va décider souverainement de la note à attribuer à l'entreprise ou à la collectivité locale. La note adoptée est transmise à l'émetteur et aux marchés. Il est important de préciser sur ce point que l'annexe I règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation, en sa section D point 3 imposait que, au minimum douze heures avant sa diffusion, la notation soit adressée à l'émetteur « l'agence de notation de crédit informe l'entité notée, au moins douze heures avant la publication, du résultat de la notation de crédit ainsi que des motifs essentiels sur lesquels celle-ci se fonde, afin que l'entité concernée ait la possibilité de signaler à l'agence de notation de crédit toute erreur matérielle. ». Cependant, le règlement du 21 mai 2013 augmente le délai d'information de

<sup>238</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 129.

<sup>239</sup> Ces échanges ont en principe lieu une à deux fois par an, mais aussi chaque fois que se produit un événement susceptible de modifier l'appréciation de l'agence et donc de modifier la note.

l'entité notée. Il dispose ainsi que « l'agence de notation de crédit informe l'entité notée, durant les heures ouvrées de l'entité notée et au moins un jour ouvré complet avant publication, de la notation de crédit ou des perspectives de notation qui ont été établies. Cette information précise les motifs essentiels sur lesquels se fondent la notation de crédit ou les perspectives de notation, afin que l'entité notée ait la possibilité de signaler à l'agence de notation de crédit toute erreur matérielle »<sup>240</sup>. L'augmentation de ce délai favorise notamment un meilleur dialogue entre l'agence et l'entité notée, et permet de corriger plus efficacement d'éventuelles erreurs.

Cependant, il est important de préciser que cette procédure ne permet à aucun moment à l'émetteur de présenter son point de vue devant le comité de notation. L'émetteur ne peut donc pas réellement contester ou influencer sur la note émise, ce qui est normal. Les émetteurs estiment ainsi que les notations sont imposées et non pas négociées, les relations avec l'agence apparaissent donc pour eux à sens unique : l'émetteur fait valoir ses arguments pour une meilleure notation possible mais les agences restent souveraines dans leur décision. Ce procédé n'est pas réellement remis en cause par les agences de notation, qui mettent l'accent sur le dialogue conduit avec l'émetteur nécessaire à la qualité de la note sans que ce dernier vienne nuire à leur indépendance. En effet, si les émetteurs avaient quelques moyens pour influencer ou négocier leur notation, les notes attribuées n'auraient plus de réelle signification et les agences ne rempliraient pas leurs devoirs d'autonomie et d'indépendance. Il est donc possible d'affirmer qu'il n'y a pas de négociation sur la note attribuée, même si certaines dégradations sont parfois différées dans le temps au regard des arguments présentés par les entreprises. Cet état de fait paraît normal dans la mesure où il est nécessaire d'éviter tout risque de conflits d'intérêts. Mais il peut aussi entraîner des incompréhensions entre les agences de notation et les émetteurs.

## B) Des incompréhensions persistantes

Malgré la transparence des méthodologies, les émetteurs ne les comprennent pas toujours et c'est pour cette raison que certaines entreprises font appel à des conseils en notation en leur attribuant deux types de missions comme l'explique Nicolas d'Hautefeuille<sup>241</sup>, « des missions de première notation, pour des clients qui n'ont jamais été notés et sont un peu perdus ; et des missions d'accompagnement, pour des entreprises qui font face à une conjoncture difficile et que nous aidons à trouver de bons arguments analytiques »<sup>242</sup>. Bien que « les agences de notation [aient] consenti un

---

<sup>240</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°462/2013*, *op. cit.*, annexe I, paragraphe 4, point d.

<sup>241</sup> M. Nicolas d'Hautefeuille est « head of rating advisory » chez *Credit Agricole CIB*.

<sup>242</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 130.

réel effort de transparence [...] un document de 70 pages détaillant les critères doit être expliqué à l'émetteur ». Il affirme en outre que « la notation est un métier très technique et il faut éviter que des critères incohérents ne créent des distorsions ».

A titre d'exemple, il est possible d'étudier une distorsion de notation injustifiée entre *EADS* et *Boeing*<sup>243</sup>. Les entreprises opérant dans le même secteur d'activité doivent être notées selon les mêmes critères. Par exemple, la note de l'entreprise *EADS* doit être cohérente avec celle émise pour son principal concurrent, Boeing. Or, il y a quelques années, *EADS* était notée BBB + tandis que Boeing bénéficiait d'un A+. En soi, la note BBB + pouvait entraîner un risque de liquidité pour *EADS* qui dispose d'importantes positions de change en dollars. L'entreprise a donc demandé à un conseil en notation de mener un travail comparatif, au regard de la méthodologie appliquée par l'agence de notation, permettant de savoir si la distorsion de notation était bien justifiée. Dans sa méthodologie, l'agence pondérait plus fortement le profil financier des entreprises par rapport à leur profil industriel, c'est-à-dire qu'elle attachait plus d'importance à leur rentabilité : sous cet angle, la note de *Boeing* était justifiée puisque la société américaine dégagait 10 % de marge contre seulement 1 % pour sa concurrente européenne. Mais la marge comptable présentée par Boeing était basée sur des comptes aux normes américaines (US GAAP) tandis que celle d'*EADS* l'était sur des comptes aux normes internationales (IFRS). Cette particularité a des conséquences importantes sur la manière de comptabiliser les investissements - qui s'élèvent, dans le secteur aéronautique, à plusieurs milliards d'euros. Or, une fois les comptabilités retraitées et ajustées pour être comparables, il est apparu que la marge dégagée par *EADS* ne justifiait pas un écart de notation avec *Boeing*. Sa note a donc été relevée à A après démonstration du conseil en notation et intervention auprès de l'agence. Celle-ci avait donc commis en l'espèce une distorsion injustifiée de notation.

Le comité de notation s'appuie sur le travail et les calculs effectués en amont par les analystes ; il n'est pas forcément capable d'identifier un problème tel qu'énoncé ci-dessus, rajoutant de l'incompréhension. Afin de lutter contre ce phénomène, les agences de notation ont essayé d'adapter la composition des comités de notation. Ainsi, en plus des analystes traditionnels, des analystes seniors ayant une bonne connaissance du secteur d'activité noté et/ou de la zone géographique concernée sont également présent au sein de ce comité. Mais cette précaution est en réalité insuffisante dès lors que la notation, reposant sur une méthodologie très fine, devient de plus en plus technique. Cette incompréhension chronique peut aussi s'illustrer par l'analyse suivante des émetteurs du secteur financier français sur la qualité des notes.

---

<sup>243</sup> *Ibid.*, p. 131.

**Un jugement sévère : l'analyse des émetteurs du secteur financier français sur la qualité des notes**

« Depuis quelques années, les relations entre les banques européennes et les grandes agences de notation se sont nettement détériorées.

La rentabilité est devenue la seule priorité des agences de notation : le nombre croissant d'instruments et d'entreprises à noter par analyste, l'exploitation mécanique d'immenses tables de données universelles remplies par les émetteurs de façon sans doute hétérogène, et la multiplication d'erreurs de calcul ou d'interprétations erronées qui en résultent, ont entraîné une dégradation importante de la qualité d'analyse.

En l'absence de réglementation dans ce domaine, les agences de notation exercent une pression extrêmement forte sur les banques européennes pour obtenir des informations confidentielles. Parmi les informations demandées figurent les résultats estimés, le PV de conseils d'administration, les tirages Long Term Refinancing Operation, les ratios de liquidité Bâle 3, etc.

Les agences de notation ne respectent pas leur propre méthodologie. Dans certains cas, des changements méthodologiques majeurs sont annoncés ou mis en œuvre en contradiction avec la réglementation en vigueur sans consultation et sans explications suffisantes pour le marché et les émetteurs.

Les méthodologies en vigueur contiennent un fort biais américain, notamment dans l'analyse financière qui privilégie les normes comptables américaines plutôt que les IFRS, ainsi que dans le mode de calcul du nouveau ratio de solvabilité chez *Standard and Poor's* ou dans la méthodologie applicable aux obligations sécurisées.

Certaines méthodologies sous-tendent des pratiques abusives (par exemple dans la notation d'un fonds en l'obligeant à faire noter tous ses actifs et ses contreparties par une même agence), qui permettent aux grandes agences d'accroître leurs parts de marché ».

Ainsi, il est possible de conclure que les agences de notation sont des organismes bien trop puissants sur les marchés financiers et qu'une prise de conscience des régulateurs permettrait de rétablir à minima un rapport de force équilibré. Il est cependant nécessaire de veiller à ce que ce rapport de force équilibré n'engendre pas des conflits d'intérêts. Les législateurs devraient aussi

---

<sup>244</sup> *Ibid.*, p. 132.

renforcer leur contrôle dans d'autres domaines tels que la gestion des ressources humaines des agences.

### **Paragraphe III : Une libre gestion évidente des ressources humaines**

L'un des secteurs les moins encadrés des agences de notation reste indéniablement les ressources humaines. Souvent considérées comme une cause des défaillances de la notation, elles font figure de parent pauvre des contrôles effectués ; en témoignent la surcharge de travail imposée aux analystes (A), l'autonomie indiscutable des agences dans le domaine de la formation (B) et les niveaux d'ancienneté à remettre en question selon les analystes (C).

#### **A) Des analystes surchargés**

S'il y a bien un chiffre qui porte à controverse, c'est celui du nombre de dossiers traités par les analystes. Ainsi, selon l'économiste Norbert Gaillard « quantitativement, on compte trop peu d'analystes au sein des agences [...]. Au milieu des années 2000, un analyste devait noter jusqu'à 35 ou 40 émetteurs de dettes »<sup>245</sup>. Anouar Hassoune<sup>246</sup>, indique quant à lui un ordre de grandeur encore supérieur de 50 notations de crédit par analyste<sup>247</sup>. Cette surcharge de travail est également pointée du doigt dans le rapport « Levin » évoqué précédemment et qui affirme que *Moody's* et *S&P* n'avaient pas recruté suffisamment d'analystes au regard de l'accroissement du nombre de notation des produits structurés, « depuis l'augmentation du nombre de notation délivrées chaque année et les revenus record en résultant, ni *Moody's*, ni *S&P* ont engagé suffisamment de personnel ou n'ont alloué suffisamment de ressources pour s'assurer que le processus de notation et le processus de vérification produisent des notations précises et exactes »<sup>248</sup>. De nombreux témoins expliquent dans ce rapport que les analystes chargés d'étudier les produits financiers structurés ont une charge de travail excessive, ne leur permettant pas de produire des notes de qualité. Un analyste employé chez *Moody's* a révélé par exemple que « quand j'ai rejoint le groupe [CDO] en 1999, il y avait sept analystes et le groupe notait quelque chose de l'ordre de 40 à 60 transactions par an. En 2006, le

<sup>245</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 121.

<sup>246</sup> Anouar Hassoune est diplômé de IEP Paris, de l'École des Hautes Études Commerciales de Paris (HEC) et de l'École Normale Supérieure (ENS), c'est un ancien responsable de *Moody's* et de *Standard and Poor's*, Il est aujourd'hui membre du conseil d'administration de *West African Agency* et président d'*Hassoune Conseil*. Il est spécialiste du Moyen-Orient.

<sup>247</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 121.

<sup>248</sup> U.S. Senate, *Wall street and the financial crisis : Anatomy of a Financial Collapse*, *op. cit.*, p. 304. Traduction de l'auteur.

groupe notait plus de 600 transactions, utilisant les ressources d'approximativement 12 analyses »<sup>249</sup>. C'est le « *Hight speed rating* » ainsi nommé dans le rapport, le rapporteur affirmant que l'échec de la notation des agences s'explique en grande partie par ces conditions de travail. Il faut préciser que ces chiffres sont contestés par les agences de notations concernées sans pour autant qu'elles n'en publient aucun. D'autres pays dans le monde connaissent le même problème, ainsi la Fédération bancaire française a affirmé lors de son audition devant la mission commune d'information du Sénat français le 30 mai 2012 que « la rentabilité est devenue la seule priorité des agences de notation : le nombre croissant d'instruments et d'entreprises à noter par analyste [...] a entraîné une dégradation importante de la qualité des notes ». Le nombre de dossiers traités par analyste ne fait donc l'objet d'aucune réglementation, d'aucun encadrement, ni même d'aucune publication. Ainsi, les seules données utilisables sont celles que présentent les agences de notation lors de leur demande d'enregistrement auprès des autorités européennes, et ces données sont confidentielles. L'évaluation d'un nombre de dossiers à traiter par analyste pourrait être l'ébauche d'un futur encadrement de l'activité. Dans cette optique le Sénat français a publié en 2012 une méthode de calcul consistant à rapprocher le nombre d'analystes travaillant pour les implantations de *S&P* et *Moody's* en Europe avec le nombre de notations présentées en comité de notation en Europe.

Tableau n°8 : Calcul du rapport entre les notations et le nombre d'analystes<sup>250</sup>

| <b>Standard and Poor's en Europe</b> <sup>251</sup>           | <b>Nombre d'analystes</b> | <b>Notations</b> | <b>Notations/analyste</b> |
|---------------------------------------------------------------|---------------------------|------------------|---------------------------|
| Entreprises et Institutions financières                       | 193                       | 1 183            | 6,13                      |
| Souverains et assimilés                                       | 56                        | 240              | 4,29                      |
| Produits structurés                                           | 99                        | 9 813            | 99,12                     |
| dont nouvelles émissions                                      |                           | 1 975            | 19,95                     |
| <b>Total</b>                                                  | <b>348</b>                | <b>11 236</b>    | <b>32,29</b>              |
| <b>Retraitement hors surveillance des produits structurés</b> |                           | <b>3398</b>      | <b>9,76</b>               |
| <b>Moody's en Europe</b>                                      | <b>Nombre d'analystes</b> | <b>Notations</b> | <b>Notations/analyste</b> |
| Entreprises                                                   | 93                        | 1 981            | 21,30                     |

<sup>249</sup> *Ibid.*, p. 305. Traduction de l'auteur.

<sup>250</sup> Source : données présentées par *Standard and Poor's* et *Moody's* à l'appui de leurs demandes d'enregistrement auprès de l'AEMF en 2011.

<sup>251</sup> Pour *Standard and Poor's*, les chiffres transmis datent de juillet 2010 pour le nombre d'analystes et de 2009 pour le nombre de notations.

|                          |            |              |              |
|--------------------------|------------|--------------|--------------|
| Institutions financières | 86         | 4 580        | 53,26        |
| Souverains et assimilés  | 27         | 304          | 11,24        |
| Produits structurés      | 168        | 1 798        | 10,70        |
| <b>Total</b>             | <b>374</b> | <b>8 663</b> | <b>23,16</b> |

Ce tableau illustre parfaitement les écarts substantiels entre *Moody's* et *Standard & Poor's*. Ainsi, *Moody's* affiche en moyenne un nombre de dossiers suivis par analyste (23,16) plus élevé que *Standard and Poor's* (9,76), y compris pour les dettes souveraines (11,24 contre 4,29). Pour la notation des entreprises, l'écart est très significatif (6,13 dossiers par analyste pour *Standard and Poor's* ; 21,3 pour *Moody's* pour les seules entreprises non financières). Il est difficile de clarifier et de justifier de telles différences puisque chaque agence utilise sa propre méthode de calcul et que cette méthode reste relativement opaque, d'où la difficulté d'encadrer ce secteur. Par conséquent, afin de réglementer au mieux cette zone d'ombre, il serait nécessaire de mettre en place un ratio analyste/dossiers.

Tableau n°9 : Calcul par les agences du rapport entre les notations et le nombre d'analystes<sup>252</sup>

| Statistiques transmises pour son enregistrement par l'agence Standard and Poor's en Europe | Ratio officiel de notations par analystes |                |                |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|----------------|----------------|
|                                                                                            | moyenne                                   | 10 % supérieur | 10 % inférieur |
| Entreprises                                                                                | 11,4                                      | 19 ou plus     | 3 ou moins     |
| Institutions financières                                                                   | 8,4                                       | 13,5 ou plus   | 2 ou moins     |
| Souverains et assimilés                                                                    | 10,2                                      | 14 ou plus     | 5 ou moins     |
| Produits structurés                                                                        | 2,0                                       | 2 ou plus      | 1 ou moins     |
| Statistiques transmises pour son enregistrement par l'agence Moody's en Europe             | Ratio officiel de notations par analystes |                |                |
|                                                                                            | moyenne                                   | 10 % supérieur | 10 % inférieur |
| Entreprises                                                                                | 13,8                                      | 20,3           | 1              |

<sup>252</sup> Source : données présentées par *Standard and Poor's* et *Moody's* à l'appui de leurs demandes d'enregistrement auprès de l'AEMF.

|                          |      |      |     |
|--------------------------|------|------|-----|
| Institutions financières | 15,2 | 36,2 | 3,3 |
| Souverains et assimilés  | 10,9 | 20,5 | 1,5 |
| Produits structurés      | 3,3  | 6,3  | 1,5 |

Les ratios présentés ci-dessus sont des ratios satisfaisants, avec une moyenne comprise, selon le type de notation, entre 8,4 dossiers par analyste et 11,4 dossiers par analyste pour *Standard and Poor's*, hors produits structurés, et une moyenne comprise entre 10,9 dossiers par analyste et 15,2 dossiers par analyste pour *Moody's*. Il faut pourtant relever l'insuffisance de ces indicateurs : un sondage interne à *Moody's*<sup>253</sup> soulignait qu'en 2009, 41 % des employés de l'entreprise considéraient qu'ils n'étaient pas assez nombreux pour produire un travail de qualité.

De plus, l'établissement d'un tel ratio est en réalité bien plus compliqué qu'il n'y paraît car il est soumis à de nombreuses variantes. En effet, le nombre d'analystes nécessaire peut varier selon la nature des dossiers à traiter et selon les circonstances : une notation de dette souveraine par exemple nécessitera beaucoup plus d'attention en période de crise. En Europe, l'AEMF a relevé les problématiques liées aux ressources humaines relatives au recrutement et à l'ancienneté des trois grandes agences, sans qu'aucune procédure ne soit cependant lancée.

Aucune réglementation internationale ne traite réellement du sujet alors qu'un contrôle dans ce domaine semble véritablement nécessaire. Un autre point faible des agences en matière de ressources humaines se caractérise par la formation.

## B) Une autonomie complète des agences en matière de formation des analystes

Il n'existe aucune norme internationale régissant le recrutement, la formation ou la qualification des analystes. En Europe, le règlement de 2009 exige simplement que les analystes disposent « de connaissances et d'une expérience appropriée au regard des tâches qui leur sont assignées »<sup>254</sup>. Aucun des deux autres règlements ultérieurs ne viendra modifier ces conditions d'aptitude professionnelle. Aux États-Unis, le Dodd-Frank Act n'apporte que des généralités sur la formation nécessaire pour devenir analyste. Il dispose ainsi qu'un analyste doit « (1) avoir les standards de formation, d'expérience et de compétence nécessaire pour produire des notation précises pour les différentes catégories d'émetteurs ; et (2) est testé pour ses connaissances sur

<sup>253</sup> Business evaluation survey 2009.

<sup>254</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) N°1060/2009, op. cit.*, titre II, article 7, paragraphe 1.

processus de notation »<sup>255</sup>. A la lecture de ces deux publications il est possible de se rendre compte de l'interprétation large de la notion de formation et de l'autonomie évidente des agences de notation en la matière. Les demandes d'enregistrement des agences auprès de l'AEMF révèlent les exigences des agences en matière de recrutement des analystes en Europe et, par extension, dans le monde. Ainsi *Moody's* par exemple, exige à l'embauche d'un analyste junior, un « *bachelor degree* »<sup>256</sup>. Un analyste senior doit être titulaire au minimum d'un master et justifier de quatre années d'expérience. Toujours chez *Moody's*, des diplômes ou des certifications tels qu'un Chartered Financial Analyst<sup>257</sup> ou un Certified Public Accountant<sup>258</sup> constituent un atout mais ne sont pas indispensables.

Le processus de formation des analystes après recrutement est peu connu. Il est toutefois possible d'affirmer qu'une formation continue en interne est assurée. *Standard and Poor's* par exemple a établi son propre programme de formation débouchant sur un diplôme interne d'analyste crédit, et a aussi mis en place une formation de 25 heures obligatoire chaque année pour les employés assurant une formation analytique. Il faut ici préciser que chez *Standard and Poor's*, le diplôme interne permet de participer et de voter lors des comités de notation et que la réussite à l'un des niveaux du *Chartered Financial Analyst* est considérée comme analogue aux 25 heures de formation interne. Cette certification externe donnerait de réelles garanties quant à la formation des analystes mais là encore peu d'informations accessibles, seul *Fitch* a fourni le pourcentage d'analystes disposant de cette qualification lors de son enregistrement auprès des autorités européennes, seulement 14% de ses analystes au niveau mondial disposaient de la certification de *Chartered Financial Analyst*.

L'autonomie des agences est donc ici évidente, elles ont une totale liberté quant au niveau de qualification de leurs analystes, d'où la nécessité de la mise en place d'un encadrement afin de mieux contrôler ce secteur. À l'instar de la qualification de *Chartered Financial Analyst*, un système de certification professionnelle international ou au moins régional assuré par un organisme indépendant et reconnu pourrait être inclus dans les exigences réglementaires vis-à-vis des agences. C'est déjà par exemple le cas à Hong Kong où la réglementation prévoit une certification préalable à la fois des agences mais aussi, à titre individuel, des analystes. La formation des analystes n'est pas le seul critère laissé à l'abandon par les réglementations internationales, il en va de même pour l'ancienneté des analystes.

---

<sup>255</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *op.cit.*, section 936. Traduction de l'auteur.

<sup>256</sup> Un « *bachelor degree* » correspond au niveau licence en France.

<sup>257</sup> Un Chartered Financial Analyst est un diplôme délivré par le CFA Institute. Il est reconnu à l'échelle mondiale et sanctionne la maîtrise d'un ensemble de connaissances liées à l'analyse financière.

<sup>258</sup> Certified Public Accountant est un titre de comptable qualifié aux États-Unis pour les gens ayant réussi le Uniform Certified Public Accountant Examination.

### C) Une expérience à remettre en question

Il faut savoir qu'en ce qui concerne les 3 grandes agences de notation en Europe, et selon les dossiers qu'elles ont présentés lors de leur demande d'enregistrement auprès des autorités européennes, 62% des analystes traitant de la notation des entreprises avaient moins de cinq années d'expérience. Ce chiffre est de 71% pour *Fitch*. En ce qui concerne la notation des dettes souveraines, notation extrêmement importante, 78% des analystes de *Moody's* avaient moins de cinq années d'ancienneté dont 30% moins de deux années d'ancienneté.

Tableau n° 10 : Ancienneté des analystes de *Standard and Poor's*, *Moody's* et *Fitch* en Europe (2009-2010)<sup>259</sup>

| <b>Standard and Poor's en Europe</b>    | <b>&lt; 2 ans</b> | <b>2 à 5 ans</b> | <b>&gt; 5 ans</b> |
|-----------------------------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| Entreprises et Institutions financières | 13 %              | 35 %             | 51 %              |
| Autres                                  | 10 %              | 14 %             | 76 %              |
| Souverains et assimilés                 | 11 %              | 38 %             | 52 %              |
| Produits structurés                     | 11 %              | 53 %             | 36 %              |
| <b>Total</b>                            | <b>12 %</b>       | <b>39 %</b>      | <b>49 %</b>       |
| <b>Moody's en Europe</b>                | <b>&lt; 2 ans</b> | <b>2 à 5 ans</b> | <b>&gt; 5 ans</b> |
| Entreprises                             | 16 %              | 48 %             | 35 %              |
| Institutions financières                | 22 %              | 44 %             | 34 %              |
| Souverains et assimilés                 | 30 %              | 48 %             | 22 %              |
| Produits structurés                     | 13 %              | 52 %             | 36 %              |
| <b>Total</b>                            | <b>17 %</b>       | <b>49 %</b>      | <b>34%</b>        |
| <b>Fitch en Europe</b>                  | <b>&lt; 2 ans</b> | <b>2 à 5 ans</b> | <b>&gt; 5 ans</b> |
| Entreprises                             | 17 %              | 54 %             | 29 %              |
| Institutions financières                | 17 %              | 54 %             | 29 %              |
| Produits structurés                     | 7 %               | 74 %             | 19 %              |
| <b>Total</b>                            | <b>13 %</b>       | <b>59 %</b>      | <b>28 %</b>       |

<sup>259</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 127.

Ce tableau met en évidence que pour la notation des produits structurés, domaine dans lequel l'expérience serait souhaitée au vu de la complexité de la matière, en moyenne 70 % des analystes ont moins de cinq ans d'ancienneté. Au sein de *Fitch*, ce chiffre est de 81 %. Il est donc possible d'affirmer ici que les critères d'embauche et de formation des analystes sont soumis à la discrétion des agences et qu'aucune réglementation en la matière n'existe ; une réglementation pourrait pourtant améliorer la compétence et donc rassurer les marchés et l'opinion sur les agences de notation.

Afin d'assurer la qualité de la notation, la mise en place d'un encadrement interne des agences de notation s'impose donc, sans écarter toutefois la mise en place d'un encadrement externe qui préviendrait au mieux les dysfonctionnements.

Le marché de la notation est un marché particulier fondé sur un oligopole fort et se basant sur un pouvoir incontestable des agences. Ce pouvoir a de nombreuses conséquences, aussi bien pour les émetteurs que pour les investisseurs. Les premiers se retrouvent bloqués dans un processus de notation à sens unique, dans lequel ils ne peuvent intervenir et où les incompréhensions sont parfois réelles. Pour les investisseurs, la qualification des notes souvent définies comme des opinions ne leur permet que rarement d'obtenir satisfaction auprès des tribunaux lorsqu'ils intentent des actions en justice. Aussi, malgré une capacité d'analyse fiable qu'il ne faut pas négliger, il est bien souvent impossible pour un investisseur d'obtenir réparation en cas d'erreur de la part d'une agence de notation financière. La puissance des agences sur le marché de la notation leur permet également des libertés. Celles-ci se caractérisent notamment par la libre gestion de leurs ressources humaines, domaine dans lequel aucun législateur, aussi bien national qu'international, n'a légiféré. Mais l'activité de notation ainsi que son marché ont connu d'un point de vue réglementaire une certaine évolution ces dernières années. Ainsi, différentes actions internationales peuvent être constatées, dans le cadre de la lutte contre les conflits d'intérêts par exemple.

## **Chapitre II : Quelles évolutions pour une régulation internationale des agences de notation financière ?**

Si après la crise des *subprimes*, une évolution de la régulation internationale des agences de notation est à remarquer, il convient de l'étudier attentivement afin de se rendre compte qu'elle n'est pas aussi concluante que ce qu'elle devrait. En effet, le développement des principaux standards internationaux en la matière, issus des Codes de bonne conduite de l'OICV et des différents accords de Bâle, est contradictoire (Section I). Ce développement l'est d'autant plus qu'il se caractérise par une régulation internationale difficile à mettre en œuvre du fait notamment des contraintes liées à la satisfaction des intérêts des États (Section II). Dès lors, il est nécessaire d'envisager les évolutions possibles pour un meilleur contrôle des agences de notation financière (Section III).

### **Section I : L'évolution contradictoire des standards internationaux**

Les textes internationaux faisant référence aux agences de notation financière ont évolué au cours des années. Avant la crise de 2007/2008, peu de textes évoquaient les agences les rendant ainsi incontrôlables (Paragraphe I). La déréglementation entamée au cours des années 80 reposait sur l'idée que les agents économiques étaient suffisamment stables et efficaces pour s'autoréguler. C'est avec la crise financière que les actions du G20, du Fonds monétaire international, du Comité de Bâle ou encore de l'OICV ont commencé à déroger à l'ultralibéralisme prôné depuis plus de 40 ans. C'est ainsi que dans les années suivant immédiatement la crise, de nouvelles mesures ont été prises et des propositions encourageantes ont été présentées (Paragraphe II). Mais une dizaine d'années après la crise, les textes internationaux adoptés récemment sont contradictoires et parfois même non efficaces (Paragraphe III). Les initiatives internationales et multilatérales n'ont toujours aucune véritable portée contraignante, ce qui crée toujours peu ou pas de responsabilité légale pour les agences ainsi que pour les États qui les abritent.

## **Paragraphe I : Avant la crise de 2007, un contrôle inexistant des agences de notation**

Avant la crise de 2007, le choix avait été fait de laisser les agences de notation financière sans aucune contrainte réglementaire. Les différentes autorités internationales estimaient alors que les règles tacites des marchés financiers telle que la réputation étaient suffisantes pour permettre un encadrement efficace. Par conséquent, le contrôle des agences de notation financière était alors inexistant. Cette situation s'appuyait non seulement sur le libéralisme de l'OICV (A), mais aussi sur l'existence des accords de Bâle qui, au lieu de contrôler les agences, vont leur donner de plus en plus de pouvoir (B). Les Accords du Comité de Bâle II n'avaient ainsi pas pour objet de réglementer les pratiques de notation, mais seulement d'obliger les institutions financières à faire évaluer les risques pour leurs produits<sup>260</sup>.

### **A) Le libéralisme de l'OICV**

L'OICV est une organisation qui, jusqu'à l'élaboration de son Code de bonne conduite, n'a pris que très peu de mesures relatives aux agences de notation financière (1). Malgré l'attente suscitée par son Code de bonne conduite en 2004, la réglementation internationale des agences ne va pas connaître un changement substantiel (2).

#### *1) Les actions de l'OICV antérieures à l'adoption de son Code de conduite*

L'OICV se définit ainsi comme un super régulateur international dont l'objectif est d'établir des standards internationaux permettant de renforcer l'efficacité et la transparence des marchés de valeurs mobilières, de protéger les investisseurs et de faciliter la coopération entre les régulateurs afin de lutter contre la criminalité financière. Même si aucun droit international ne peut trouver sa source au sein de l'OICV du fait de sa nature juridique (a), sa politique libérale a toujours influencé le cadre réglementaire contrôlant les agences de notation (b).

---

<sup>260</sup> MAHEU C., « Le droit international et réglementation des agences de notation de crédit : vers une réglementation universelle ? », *Les Cahiers de droit*, vol. 54, n° 2-3, 2013, p. 594.

a) La nature juridique de l'OICV

« L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs est le corps international qui rassemble l'ensemble des régulateurs nationaux et qui est reconnue comme le normalisateur mondial pour le secteur des valeurs mobilières. L'OICV développe, implante et promeut l'adhérence aux standards internationaux pour les valeurs mobilières. Elle travaille intensément avec le G20 et le Conseil de Stabilité Financière sur des réformes globales »<sup>261</sup>. Cette organisation dont le siège se situe aujourd'hui à Madrid<sup>262</sup> compte 215 membres et se prévaut de réguler près de 95% du marché des valeurs mobilières internationales<sup>263</sup>. L'OICV est composé de trois catégories de membres, les membres ordinaires, les membres associés et les membres affiliés. Ne peuvent être « membres ordinaires », (c'est-à-dire ceux participant à la composition de ses deux principaux organes, à savoir le Comité des Présidents (organe plénier) et le Comité Exécutif (organe de direction permanent), qu'une « commission de valeurs ou un organisme public similaire »<sup>264</sup>. L'emploi de ces termes vagues non définis dans les statuts permettent selon Régis Bismuth « à l'organisation de considérer la candidature des différentes autorités de régulation nationales qui [...] peuvent prendre des formes bien différentes au sein des ordres juridiques internes »<sup>265</sup>. De manière générale, les membres ordinaires de l'OICV sont tous des autorités publiques de régulation qui diffèrent dans leur statut selon le droit public interne dont ils sont issus.

La forme actuelle de l'OICV est le fruit d'une lente évolution ; le Professeur Serge Sur la qualifie ainsi « d'institutionnalisation progressive »<sup>266</sup>, ajoutant que cette institution « n'a pas été initialement envisagée ou souhaitée mais qui est, par la suite, apparue utile et possible »<sup>267</sup>. L'ancêtre de l'OICV est l'*Inter-American Conference of Securities Commission and Similar Agencies*, initiée en 1974 et regroupant de façon informelle notamment les autorités de régulation financière des États du continent américain. Les conférences annuelles organisées au sein de ce forum de coopération permettaient aux autorités de contrôle d'échanger leurs expériences respectives et les problèmes rencontrés. C'est en 1983, lors de la conférence annuelle tenue en Équateur, que ce forum régional s'est transformé en Organisation Internationale des Commission de Valeurs, prenant ainsi une dimension mondiale par son ouverture aux autres autorités de régulation. Ce n'est ensuite qu'en

<sup>261</sup> [https://www.iosco.org/about/?subsection=about\\_iosco](https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco). Traduction de l'auteur.

<sup>262</sup> OICV, *Resolution on the relocation of the IOSCO. General Secretariat to Madrid*, mai 1998.

<sup>263</sup> [https://www.iosco.org/about/?subsection=about\\_iosco](https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco), *op.cit.*, « Its membership regulates more than 95% of the world's securities markets [...] ».

<sup>264</sup> *Statuts de l'OICV*, article 6.

<sup>265</sup> BISMUTH R., *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruylant, 2011, p. 299.

<sup>266</sup> SUR S., *Relations internationales*, Montchrestien, 3ème édition, 2004, p. 288.

<sup>267</sup> *Ibid.*, p. 289.

1987 que ce groupement se dote d'une personnalité juridique (il se considérait jusque-là comme une association internationale) ; personnalité qualifiée « d'insolite » par le Professeur Bismuth<sup>268</sup>. Il précise également que la personnalité juridique de l'OICV reste fragile<sup>269</sup>. Cette situation ne lui permet donc pas d'exercer les capacités inhérentes à la personnalité internationale, et notamment conclure des traités, établir des relations diplomatiques ou encore participer aux mécanismes généraux de la responsabilité internationale<sup>270</sup>. Il apparaît donc difficile pour le droit international économique de trouver sa source au sein de l'OICV.

#### b) Les principes du libéralisme, cadre de l'action de l'OICV

Dans le domaine des marchés financiers, l'idée de déréglementation d'une économie libérale a pendant longtemps dominé. Le contrôle des agences de notation financière était donc inexistant avant la crise de 2007. L'un des premiers textes relatifs à ces agences est le *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information* de juillet 2000. Dans ce premier rapport émanant d'un organisme international et concernant les agences de notation, l'OICV fait un état des lieux. L'organisation explique ainsi que les critères utilisés pour la reconnaissance des agences respectent l'esprit de Bâle I, même si la législation entre États n'est bien sûr pas harmonisée. Cette « non harmonisation » s'illustre selon ce rapport par le fait que la reconnaissance des grandes agences internationales est effectuée par la plupart des États alors que les agences régionales doivent principalement leur reconnaissance aux autorités de leur région<sup>271</sup>. A titre d'exemple, les agences du *big three* sont reconnues dans la très grande majorité des États alors que la *Bulgarian Credit Rating Agency* n'est reconnue que au sein de l'UE. Ce rapport précise également que le processus de reconnaissance des agences par les différents régulateurs, qui est assez récent et destiné à l'amélioration de la qualité de l'information, a permis la reconnaissance de nouvelles agences et non la « dé-reconnaissance » des agences déjà établies<sup>272</sup>. Ainsi, aucune des agences déjà reconnues ou enregistrées ne s'est vue retirer son enregistrement, alors que dans le même temps, de

<sup>268</sup> BISMUTH R., *op. cit.*, p. 294. Régis Bismuth explique cette qualification par le fait que « l'OICV s'est constituée telle une personne morale sans but lucratif et son acte de naissance officiel à un loi de l'Assemblée Nationale du Québec de décembre 1987 ».

<sup>269</sup> *Ibid.*, p. 334. Régis Bismuth explique que malgré le fait que l'OICV est été constitué sous la forme d'une association de droit espagnol, cela n'est pas réhibitoire à ce qu'elle soit bénéficiaire de droits et de devoirs de l'ordre juridique international. Cependant, en l'absence de toute clause de règlement des différends relative à ses obligations, la protection par le droit international dont pourrait bénéficier l'OICV « reste purement virtuelle ».

<sup>270</sup> *Ibid.*, p. 340.

<sup>271</sup> OICV, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information, juillet 2000*, section I.D, « *The countries surveyed tend to recognise the large global rating agencies, with very few exceptions. Not surprisingly, the regional agencies are more likely to be recognised by authorities in their local regions* ».

<sup>272</sup> *Ibid.*, « [...] all reported changes involve additions of new agencies, rather than de-recognition of existing choices ».

nouvelles agences ont été reconnues et enregistrées, notamment en Europe. De manière générale, afin d'être reconnue, l'agence de notation doit adopter une méthodologie rigoureuse, continue et témoigner d'un savoir-faire dans le domaine. Le terme « objectivité » ou des termes similaires reviennent souvent comme conditions de la reconnaissance tout comme la nécessité d'indépendance des agences. Il est cependant facile de constater que ce sont des critères d'interprétation très libres soumis à des contrôles quelquefois subjectifs.

Tableau n°11 : Critères d'éligibilité pour la reconnaissance des agences de notation dans les États du Comité de Bâle<sup>273</sup>

| Country             | What are the Criteria for Eligible Agencies?                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>BCBS Members</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Belgium             | "The rating agencies were recognised on the basis of a general assessment of their credibility (inter alia their effective use by Belgian credit institutions), an examination of their organisation and methodology, with particular attention for their integrity and independence."                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Canada              | "Although no rating agency criteria is set in our guidelines the list chosen represents those firms that are internationally recognised for having accurate and fair ratings while maintaining a long history."                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| France              | Information not in the public domain.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Italy               | "The agencies are chosen on the basis of their credibility, objectivity, transparency and role played in the Italian market."                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Japan               | "Rating performance, management structure, organisation, rating methodology and independence from capital structure."                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Luxembourg          | "The main criteria are the agencies' international recognition and their market presence."                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Sweden              | "No specific criteria has been developed regarding which rating agencies are eligible. However, we would only allow any of the major agencies that has a long standing track record and whose performance could be checked if needed. The three rating agencies that are considered to be eligible are the ones that the Swedish banks use when the rating their debt instruments."                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Switzerland         | "objectivity/experience/reputation/independence/coverage of counterparties located in Europe, North America, and Japan".                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| UK                  | "Market recognition".                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| USA                 | "Potential NRSROs must meet the following criteria: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Recognition as being credible and reliable from the predominant users of security ratings in the US.</li> <li>• Ability to operate independently of economic pressures or control of the companies being rated (e.g. having sufficient financial resources)</li> <li>• Employing an adequate number of staff members with the education and experience necessary to competently evaluate an issuer's credit</li> <li>• Utilising systematic rating procedures designed to produce credible and accurate ratings</li> <li>• Practising internal compliance procedures to prevent the misuse of non-public information"</li> </ul> |

Enfin, ce rapport témoigne de l'importance réglementaire qu'occupent les agences de notation au sein du Comité de Bâle puisque en 2000, 11 des 12 pays membres du Comité de Bâle utilisaient les agences de notation et leurs notes à des fins réglementaires.

<sup>273</sup> *Ibid.*, Section D, Table 4 : « *The recognition criteria in various countries* ».

Tableau n°12 : Utilisation des données des agences de notation à des fins réglementaires<sup>274</sup>

| Country             | Details of the regulation                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>BCBS Members</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Belgium             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• CAD/Market risk amendment.</li> <li>• Prudential reporting: the descriptive tables relating to the composition of a bank's securities portfolio require information on securities' ratings and the agencies which issued the ratings.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Canada              | Market risk amendment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| France              | CAD/Market risk amendment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Germany             | No                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Italy               | CAD/Market risk amendment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Japan               | Market risk amendment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Luxembourg          | CAD/Market risk amendment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Netherlands         | CAD/Market risk amendment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Sweden              | CAD/Market risk amendment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Switzerland         | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Market risk amendment.</li> <li>• Credit risk: some risk-weights depend on whether the counterparty is located within an OECD country. Where OECD countries are defined as full members of the OECD, or countries that have concluded special credit agreements with the IMF in connection with the General Agreements on Credit of the latter, excluding those which have re-scheduled their external debts during the previous 5 years, or have a lower rating than investment grade on its long-term foreign currency debt (where it has no rating, its yield to maturity and remaining duration must not be incomparable with those of long-term liabilities with investment grade ratings).</li> <li>• Investment funds: fund managers are restricted with whom they may conclude certain derivative transactions, dependent on the counterparty's credit rating.</li> </ul> |
| UK                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• CAD/Market risk amendment.</li> <li>• Liquidity reporting guidelines for non-clearing banks.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| USA                 | See Table 6 in Appendix 1 (p. 55)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

Ce premier rapport international se contente donc simplement de faire un état des lieux de la réglementation relative aux agences de notation, sans aller plus loin. Aucune proposition concrète n'est faite, et l'OICV semble se satisfaire du système alors en application. Il faudra attendre trois ans pour apercevoir des possibilités d'évolution.

Un deuxième texte relatif aux agences de notation a été édicté en septembre 2003, il s'agit du *IOSCO statement of principles regarding the activities of credit rating agencies*. Ce texte est le premier texte de l'OICV donnant les « clefs » d'une réglementation. Ainsi, l'OICV préconise que les agences adoptent des procédures écrites pour garantir la qualité et l'intégrité des notes données<sup>275</sup>

<sup>274</sup> *Ibid.*, Section D, Table 1 : « Use of rating agencies' ratings in financial regulation ».

<sup>275</sup> OICV, *Statement of principles regarding the activities of credit rating agencies*, septembre 2003, point 1.1 : « Les agences de notation devraient adopter et implanter des procédures et des méthodologies écrites pour s'assurer que les opinions qu'elles émettent sont basées sur une bonne analyse des informations disponibles et que leurs analystes effectuent leur travail avec intégrité » Traduction de l'auteur.

mais également pour assurer l'indépendance des agences et éviter les conflits d'intérêt<sup>276</sup>. L'aperçu des possibilités d'évolutions que donne ce texte est très limité, il serait même légitime de se poser la question de l'utilité d'un tel document.

Enfin, il est nécessaire d'évoquer le *Report on the activities of credit rating agencies* du 25 septembre 2003. Ce texte révèle que, même si les agences de notation financières sont utilisées par les régulateurs à des fins juridiques, il n'existe parfois aucun autre critère de reconnaissance que le simple fait d'exercer dans la juridiction du régulateur<sup>277</sup>. Concernant la méthodologie de notation et la transparence, il est affirmé dans ce document que « la plupart des membres du groupe de travail ont déclaré qu'il n'y a pas d'exigences concernant ce que les agences de notation doivent divulguer lorsqu'elles émettent une note »<sup>278</sup>. Mais c'est au sujet des pratiques à mettre en œuvre pour lutter contre les problèmes liés aux activités des agences notation que la réponse donnée dans ce rapport paraît la plus faible. Ainsi pour les conflits d'intérêt, ce rapport préconise que « la principale préoccupation des agences de notation doit être d'identifier et de traiter les conflits d'intérêts potentiels et réels qui peuvent influencer de manière inappropriée le processus de notation. [...] Les organismes de réglementation des valeurs mobilières, les agences de notation de crédit et les autres participants au marché devraient être conscients de la nature de ces conflits et envisager des mécanismes permettant d'éliminer ou d'atténuer les effets des conflits potentiels et réels »<sup>279</sup>. Aucune piste concrète de réflexion, ni de proposition de régulation ne sont proposées. Et pour ce qui est des notations non sollicitées, selon l'OICV un contrôle serait inopportun car ces notations permettent souvent aux nouvelles agences de construire leur réputation ; selon l'OICV les restreindre ou les encadrer serait donc un obstacle à l'entrée de certaines agences sur le marché de la notation<sup>280</sup>.

Les différentes pistes évoquées dans le cadre d'un contrôle des agences de notation étant tellement peu développées, c'est donc une absence totale de contrôle et une complète autorégulation que plaident ces différents rapports. Le premier Code de bonne conduite de l'OICV ne dérogera

---

<sup>276</sup> *Ibid.*, point 2.1 : « Les agences de notation devraient adopter des procédures et des mécanismes internes écrits pour identifier, et éliminer, ou gérer et divulguer, tel qu'approprié, tout conflit d'intérêt actuel ou potentiel qui influencerait les opinions ou les analyses de l'agence, ou les jugements et analyses des employés de l'agence qui ont une influence sur la décision de notation. Les agences de notation sont encouragées à divulguer ces mesures ». Traduction de l'auteur.

<sup>277</sup> OICV, *Report on the activities of credit rating agencies*, *op.cit.*, titre B, point 4 : « Quelques juridictions n'imposent aucun autre critère de reconnaissance que le fait que l'agence de notation doive opérer dans la juridiction en question ». Traduction de l'auteur.

<sup>278</sup> *Ibid.*, Titre B, Point 7. Traduction de l'auteur.

<sup>279</sup> *Ibid.*, Paragraphe IV, Point 4. Traduction de l'auteur.

<sup>280</sup> *Ibid.*, Paragraphe IV, Point F : « Bien que les notations non sollicitées puissent poser des problèmes aux organismes de régulation des valeurs mobilières qui envisagent de réglementer dans ce domaine, les organismes de régulation devraient également savoir que les nouveaux entrants s'appuient souvent sur des notations non sollicitées pour bâtir leur réputation. Les interdictions générales de l'activité peuvent constituer un obstacle pour les nouveaux entrants ». Traduction de l'auteur.

d'ailleurs pas à ce principe.

## 2) *Les limites du Code de bonne conduite de l'OICV de 2004*

En 2004, l'OICV a adopté son premier Code de bonne conduite à l'égard des agences de notation financière<sup>281</sup>. Ce Code fait état de plusieurs grands principes. Il est nécessaire de préciser que ce texte est le tout premier document international détaillant les obligations des agences de notation ; ces dernières se sont engagées, à le respecter en l'intégrant majoritairement à leurs codes de bonne conduite interne. Malgré cela, ce texte reste non contraignant et y sont de plus formulées des recommandations très générales. Ainsi, concernant la qualité et l'intégrité du processus de notation, premier grand principe de ce Code de bonne conduite, l'OICV préconise que les agences de notation utilisent des méthodologies rigoureuses, systématiques et qui le cas échéant peuvent aboutir à des notations pouvant être soumises à une forme de validation objective basée sur l'expérience historique<sup>282</sup>. Il est également recommandé que « les agences de notation devraient structurer leurs équipes de notation pour promouvoir la continuité et éviter un parti pris dans le processus de notation »<sup>283</sup>. Concernant l'intégrité du processus de notation, l'OICV estime dans une phrase assez énigmatique que « l'agence de notation et ses employés devraient négocier de manière équitable et honnête avec les émetteurs, les investisseurs, les autres participants au marché, et le public »<sup>284</sup>. Le terme « négocier de manière équitable et honnête » (« *deal fairly and honestly* » dans la version originale du texte) n'étant ni développé, ni expliqué, de nombreuses questions se posent quant à sa signification mais aussi et surtout quant à son interprétation.

Pour ce qui est de l'indépendance et des conflits d'intérêt, autre principe mis en avant dans ce Code de bonne conduite, le texte est là encore très général comme en témoigne le point 2.6 qui dispose que « l'agence de notation devrait adopter des procédures internes écrites et des mécanismes pour (1) identifier, et (2) éliminer, ou gérer et rendre public, comme il serait approprié, tout conflit d'intérêt actuel ou potentiel qui pourrait influencer l'opinion [la notation] et les analyses de l'agence, ou le jugement et les analyses des employés de l'agence qui ont une influence sur la décision de notation. Le code de conduite des agences de notation devrait également établir que les agences de notation

<sup>281</sup> OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, op.cit.*, décembre 2004.

<sup>282</sup> *Ibid.*, point 1.2 : « L'agence de notation devrait utiliser des méthodologies de notation rigoureuses, systématiques et, quand cela est possible, donner lieu à des évaluations pouvant faire l'objet d'une validation objective fondée sur l'expérience historique ». Traduction de l'auteur.

<sup>283</sup> *Ibid.*, point 1.8. Traduction de l'auteur.

<sup>284</sup> *Ibid.*, point 1.12. Traduction de l'auteur.

divulgueront leurs mesures d'évitement et de gestion des conflits d'intérêts »<sup>285</sup>. Ce texte est même parfois déconcertant par l'évidence des recommandations préconisées et qui devraient être en place depuis longtemps. Ainsi, le point 2.15 du Code de bonne conduite dispose que « les employés d'une agence de notation devraient être interdit de solliciter de l'argent, des cadeaux ou des faveurs d'une entité avec qui l'agence travaille et devraient être interdit d'accepter des cadeaux offerts sous forme d'argent liquide ou de tout autre type excédant une valeur minimale »<sup>286</sup>.

Le troisième principe a trait à la transparence des notes et au moment de leur publication. Au sujet de la transparence, ce Code dispose que « l'agence de notation devrait publier suffisamment d'informations sur ses procédures, ses méthodologies et ses hypothèses (même les ajustements d'états financiers qui s'écartent sensiblement de ceux contenus dans les états financiers publiés par l'émetteur) pour que les parties extérieures puissent comprendre comment est-ce que l'agence a abouti à la notation. Cette information inclura (mais ne sera pas limitée) l'explication de chaque catégorie de notation et la définition de défaut ou de rétablissement, et l'horizon de temps utilisé par l'agence pour définir la notation »<sup>287</sup>. Quant à la publication des notes, ce Code indique que les agences de notation devraient donner en temps opportun leurs décisions d'évaluation concernant les entités et les titres qu'elles fixent<sup>288</sup>. Il apparaît comme très pertinent de vouloir réguler le moment de délivrance des notes, permettant ainsi de limiter au maximum l'effet de l'abaissement d'une notation notamment, c'est d'ailleurs ce que fera l'Union européenne. Cependant, c'est une notion très vague que délivre ici l'OICV puisque aucune précision n'est donnée quant à ce à quoi correspond le « moment opportun ».

Le dernier principe développé concerne les obligations dues au public et aux émetteurs par les agences de notation. Dans cette optique, les agences doivent d'abord respecter le principe de transparence en publiant suffisamment d'informations sur leurs procédures, leurs méthodologies et leurs hypothèses afin que les différents acteurs des marchés financiers puissent comprendre comment elles émettent leurs notations. Ces informations doivent également inclure la signification de chaque catégorie de notation ainsi que la définition de défaut ou de rétablissement et l'horizon temporel utilisé par les agences pour prendre leurs décisions<sup>289</sup>. Même si elle pourrait être approfondie, la volonté de transparence dont fait preuve ce code de bonne conduite est positive. Toujours dans l'optique des obligations dues par les agences, ce code évoque la confidentialité de l'information en affirmant des principes qui pourraient être qualifiés de « moindre des choses ». Il

---

<sup>285</sup> Traduction de l'auteur.

<sup>286</sup> Traduction de l'auteur.

<sup>287</sup> OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, *op. cit.*, point 3.5. Traduction de l'auteur.

<sup>288</sup> *Ibid.*, point 3.1. « L'agence de notation devrait distribuer dans un temps approprié ses décisions de notation concernant les entités et les titres ». Traduction de l'auteur.

<sup>289</sup> *Ibid.*, point 3.5, *op.cit.*

dispose ainsi que « les agences de notation devraient adopter des procédures et des mécanismes pour protéger la nature confidentiel des informations que partagent les émetteurs avec elles à travers les termes d'un accord de confidentialité ou à travers une compréhension mutuelle que les informations partagées sont confidentielles. Sauf autorisation contraire par l'accord de confidentialité et en accord avec la régulation applicable, les agences de notation et leurs employés ne devraient pas divulguer d'informations confidentielles dans des communiqués de presse, des conférences, à de futurs employés ou lors de conversations avec des investisseurs, d'autres émetteurs ou d'autres personnes »<sup>290</sup>.

Enfin, avec l'objectif d'éviter que les agences agissent à leur guise dans l'application de ce Code de bonne conduite non contraignant, l'OICV propose que « dans le but de promouvoir la transparence et d'améliorer la capacité des participants au marché et des régulateurs à juger si une agence de notation a implanté de manière satisfaisante le Code de bonne conduite, les agences de notation devraient divulguer comment est-ce que chaque partie du Code de bonne conduite est implanté dans leur propre Code de bonne conduite interne »<sup>291</sup>. Cette disposition apparaît comme le seul moyen dont dispose l'OICV pour que les agences mettent en œuvre ce Code, moyen qu'il est d'ailleurs possible de qualifier de bien faible. Ainsi, le caractère non obligatoire de ce Code rend les agences libres de le mettre en pratique ou non, d'en choisir uniquement des extraits ou de le laisser complètement de côté ; une phrase illustre parfaitement ce propos, « Finalement, le Code de bonne conduite adresse seulement des mesures que les agences de notation devraient adopter pour aider à s'assurer que les principes de bonne conduite des agences de notation soient correctement implantés »<sup>292</sup>.

Ce tout premier Code de conduite international apparaît comme étant un texte se contentant du minimum. La plupart de ses dispositions sont très générales et apparaissent parfois comme une évidence. L'OICV indique que le caractère général de ce Code s'explique par le fait qu'il a été établi de manière suffisamment flexible pour permettre à chaque agence de l'intégrer de la manière qui lui convient le mieux<sup>293</sup>. Dès lors, se pose la question de sa réelle utilité en termes de contrôle des agences de notation et de leur activité. En effet, si un texte est rédigé pour convenir à l'acteur qui doit être contrôlé, des questions légitimes se posent quant à son réel impact.

---

<sup>290</sup> *Ibid.*, point 3.11. Traduction de l'auteur.

<sup>291</sup> *Ibid.*, p. 2. Traduction de l'auteur.

<sup>292</sup> *Ibid.* Traduction de l'auteur.

<sup>293</sup> *Ibid.*, « De plus, le Code de bonne conduite n'a pas été conçu pour être rigide ou formel. Il est conçu pour offrir aux agences de notation un degré de flexibilité dans la manière dont ses mesures peuvent être incorporées dans les codes internes aux agences, en fonction de la spécificité de leur marché et des circonstances réglementaires dans lesquelles elles exercent ». Traduction de l'auteur.

Bien que n'étant pas une coquille vide et étant précurseur en la matière, ce texte reste cependant trop général pour permettre d'envisager un véritable contrôle des agences de notation financière. Mais c'est un premier pas encourageant de la part d'une organisation qui avait jusqu'alors prôné l'autorégulation. D'autres grands textes internationaux sont également relatifs aux agences de notation financière, et notamment les accords de Bâle I qui ont précédé ce Code, suivis par les accords de Bâle II.

## B) Les accords de Bâle I et II et le pouvoir grandissant des agences de notation

Dans le premier accord de Bâle de 1988 les agences de notation sont peu évoquées sinon de manière implicite (1). Ce n'est qu'avec l'entrée en vigueur des accords de Bâle II en 2004 qu'une nouvelle dimension va leur être reconnue et qu'elles vont être institutionnalisées (2). L'évaluation du risque crédit devra dorénavant s'effectuer à travers les notes des agences, ce qui va fortement influencer le paysage institutionnel de la finance ; elles vont devenir l'un de ses acteurs majeurs.

### *1) Bâle I et le rôle implicite des agences de notation financière*

Les accords de Bâle ont pour origine la faillite de la banque Ouest-allemande Herstatt qui a fortement secoué les marchés. Cette faillite a poussé le premier Président du Comité de Bâle Peter Cooke<sup>294</sup> à proposer la tenue d'un comité formé des banques centrales et des organismes de réglementation et de surveillance bancaire des pays du G10<sup>295</sup> ; ce premier forum aboutira à la création du Comité de Bâle en 1974 dont l'objectif sera de renforcer la solidité du système financier mondial ainsi que l'efficacité du contrôle prudentiel et la coopération entre régulateurs bancaires. Ce Comité se réunit dorénavant à Bâle quatre fois par an, sous l'égide de la BRI, et traite notamment des sujets relatifs à la surveillance bancaire. Il faut préciser que ce Comité n'a qu'une autorité morale sur les banques et les institutions financières, il édicte ainsi des recommandations et des bonnes pratiques.

---

<sup>294</sup> Peter Cooke est un ancien directeur de la banque d'Angleterre, il a mis en place le ratio du même nom permettant de réguler le volume de prêts qu'une banque peut distribuer en fonction de ses capitaux propres.

<sup>295</sup> Le G10 ou groupe des dix a été créé en 1962 quand 10 pays ont signé des accords avec le FMI pour mettre des moyens financiers additionnels à la disposition du Fonds en cas de besoin (appelés les « General Agreements to Borrow »). En 1983 la Suisse s'est jointe à ces accords, les membres du G10 étant donc aujourd'hui 11. Les pays du G10 coopèrent sur les plans économique, financier et monétaire. Les banques centrales se réunissent plusieurs fois par an à Bâle. Les Ministres des Finances et les Gouverneurs des Banques centrales se réunissent une fois par an à l'occasion des réunions annuelles du FMI et de la Banque Mondiale pour discuter de sujets économiques d'intérêt général.

Afin d'améliorer la stabilité du système financier, des exigences de fonds propres minimaux pour les banques sont apparues et cela dès l'adoption du premier accord de Bâle en 1988<sup>296</sup>. Cet accord imposait aux banques internationales de maintenir un montant minimum de capital correspondant à 8 % des actifs pondérés en fonction des risques pris. Ce ratio a été appelé « ratio Cooke ». À titre d'illustration, un portefeuille de crédits à l'export est garanti par les marchandises exportées, il n'est donc pas ou peu risqué puisque, en cas de défaut, la banque pourra saisir et revendre les marchandises. Il se voit attribuer par exemple une pondération de 15 %. Si le portefeuille vaut 10 millions d'euros, la pondération le ramènera à 1,5 million d'euros. Le montant des fonds propres à inscrire en face de ce portefeuille sera donc de 120 000 euros (8 % x 1,5 million). Autrement dit, la banque ne doit posséder que 120 000 euros de fonds propres pour un portefeuille de 10 millions d'euros<sup>297</sup>. Mais cet accord de Bâle I n'avait pas réellement pris en compte l'appréciation du risque. Ainsi, toutes les entreprises étaient considérées comme présentant le même niveau de risque. Le ratio Cooke prévoyait que les banques devaient se prémunir au cas où leurs engagements de crédit viendraient à perdre de la valeur. Il s'agissait d'un « coussin » de sécurité à hauteur de 8% du portefeuille. La seule variable prise en compte concernait le montant prêté. Il n'y avait pas de référence à la qualité de l'emprunteur. C'est la non prise en compte de la qualité de l'emprunteur qui a poussé le Comité de Bâle en janvier 1996 à publier un amendement aux règles de Bâle I<sup>298</sup> incluant une prise en compte des risques de marché ; c'est cet amendement qui fait pour la première fois référence aux agences de notations. Il dispose ainsi dans le paragraphe 6 de la partie A1 que :

« La catégorie « admissible » comprend les titres émis par des entités du secteur public et des banques multilatérales de développement, ainsi que d'autres titres qui sont :

- notés « *investment-grade* »<sup>299</sup> par au moins deux agences de notation spécifiées par l'autorité nationale ; ou
- notés « *investment-grade* » par une agence de notation et pas moins que « *investment-grade* » par n'importe quelle autre agence spécifiée par l'autorité nationale ; ou
- soumis à l'approbation de la direction, non noté, mais jugé de qualité comparable par la banque déclarante, et l'émetteur a des titres cotés sur une bourse de valeurs reconnue. »<sup>300</sup>.

Cet amendement prévoit donc explicitement la nécessité de tenir compte des notations émises par les agences et leur accorde ainsi une fonction de certification. Dès lors, les notes ont acquis une

---

<sup>296</sup> Il s'agit d'un ensemble de recommandations formulées par la Comité de Bâle ayant pour but d'assurer la stabilité du système bancaire international en fixant une limite minimale à la quantité de fonds propres des banques. Cet accord instaure le ration Cook comme référence.

<sup>297</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 70.

<sup>298</sup> Comité de Bâle, *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, janvier 1996.

<sup>299</sup> Il est précisé ici que « e.g., rated Baa or higher by Moodys and BBB or higher by *Standard and Poors*. ».

<sup>300</sup> Traduction de l'auteur.

valeur normative, elles vont pour la première fois jouer un rôle réglementaire puisque servant de références. Le Comité de Bâle indiquait en 2000 que la presque totalité des pays du G10 ainsi que quelques pays hors G10 utilisaient les notations de crédit externes dans leur réglementation. Ces réglementations ont principalement été établies sur le fondement des règles de Bâle. Il est donc possible de voir apparaître en 1996 les agences de notation en tant qu'évaluateurs de titres. Dès lors, elles vont jouer un rôle institutionnel, amplifié par l'accord de Bâle II.

## 2) *Bâle II et l'institutionnalisation des agences de notation financière*

L'accord de Bâle II, entré en vigueur le 31 décembre 2006, a été adopté dans le but de mieux appréhender les risques de crédit des banques, notamment via une révision des exigences en fonds propres. Cette révision impose aux banques le « ratio Mc Donough » (à la place du ratio Cooke) qui prend en compte le risque de défaut des emprunteurs. A travers ces accords de Bâle II, l'évaluation du risque crédit peut désormais s'opérer selon deux méthodes. La première est une méthode d'évaluation interne aux banques, « sous réserve de satisfaire à certaines conditions minimales et obligations en matière d'information, les banques ayant reçu l'autorisation des autorités prudentielles d'utiliser cette approche peuvent s'appuyer sur leurs estimations internes des composantes du risque pour déterminer l'exigence de fonds propres associée à une exposition donnée »<sup>301</sup>. La deuxième méthode, dite « standard », permet aux banques de déterminer les risques de crédit associés à des produits financiers en utilisant des évaluations de crédit provenant d'organismes externes d'évaluation du crédit (OEEC), autrement dit des agences de notation. Ainsi, plus la notation est mauvaise, plus le risque de perte est élevé, et plus la banque doit disposer de fonds propres importants pour absorber une perte éventuelle.

Les moyens de contrôle sur les OEEC et donc des agences restent insuffisants et très vagues ; aucune responsabilité ne peut par exemple être engagée à l'égard d'une OEEC dans le cas où elle commettrait une ou des erreurs et obligerait donc une banque à disposer de plus de fonds propres que nécessaire. L'utilisation des OEEC n'est soumise qu'à ces seules exigences : ils doivent être objectifs, indépendants, crédibles, avoir suffisamment de ressources, être transparents et évoluer sur la scène internationale ; ils doivent enfin communiquer certaines informations telles que leur méthodologie d'évaluation<sup>302</sup>. Comme l'indique le point 90 de ce document, « c'est aux autorités de contrôle nationales qu'il incombe de déterminer si un organisme externe d'évaluation du crédit

---

<sup>301</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, juin 2004, point 211.

<sup>302</sup> *Ibid.*, point 91.

(OEEC) satisfait aux critères énumérés ». Si c'est le cas et que l'OEEC est reconnu, « il incombe [alors] aux autorités de contrôle d'affecter les évaluations des OEEC reconnus aux pondérations existantes dans le cadre de l'approche standard, c'est-à-dire d'établir à quelle pondération correspond chaque catégorie d'évaluation de crédit »<sup>303</sup>. A la fin de ce processus, « les banques doivent utiliser de manière cohérente les évaluations des OEEC reconnus qu'elles ont choisis pour tous les types de créances, tant pour la détermination des pondérations que pour la gestion de leurs risques »<sup>304</sup>. Il est intéressant de remarquer ici que ce sont les banques qui choisissent « leurs » OEEC, comme elles peuvent choisir d'utiliser leur propre modèle d'évaluation, « en réalité, les grandes banques font de « l'arbitrage de modèle » en adoptant systématiquement le modèle qui leur permet d'obtenir les notations les plus élevées [...] afin de minimiser l'évaluation du risque de crédit présent dans leur bilan »<sup>305</sup>. Concernant les différentes pondérations appliquées en fonction des notes émises par les OEEC, il faut se référer à titre d'exemple au point 53 pour la pondération des créances sur les États et leurs banques centrales, au point 66 pour la pondération des créances sur les entreprises notées ou encore au point 567 pour les notations de crédit. Ainsi :

#### Pondération des créances sur les États et leurs banques centrales

| Notation    | AAA à AA- | A+ à A- | BBB+ à BBB- | BB+ à B- | Inférieure à B- | Pas de notation |
|-------------|-----------|---------|-------------|----------|-----------------|-----------------|
| Pondération | 0 %       | 20 %    | 50 %        | 100 %    | 150 %           | 100 %           |

#### Pondération des créances sur les entreprises notées

| Notation    | AAA à AA- | A+ à A- | BBB+ à BB- | Inférieure à BB- | Pas de notation |
|-------------|-----------|---------|------------|------------------|-----------------|
| Pondération | 20 %      | 50 %    | 100 %      | 150 %            | 100 %           |

#### Notation des crédits à court terme

| Évaluation externe de crédit | AAA à AA- | A+ à A- | BBB+ à BBB- | BB+ à BB- | B+ et moins ou pas de note |
|------------------------------|-----------|---------|-------------|-----------|----------------------------|
| Coefficient de pondération   | 20 %      | 50 %    | 100 %       | 350 %     | Déduction                  |

<sup>303</sup> *Ibid.*, point 92.

<sup>304</sup> *Ibid.*, point 94.

<sup>305</sup> PETIJEAN M., *op. cit.*, p. 8.

## Notation des crédits à long terme

| Évaluation externe de crédit | AAA à AA- | A+ à A- | BBB+ à BBB- | BB+ à BB- | B+ et moins ou pas de note |
|------------------------------|-----------|---------|-------------|-----------|----------------------------|
| Coefficient de pondération   | 20 %      | 50 %    | 100 %       | 350 %     | Déduction                  |

Il est possible de s'apercevoir ici que la pondération appliquée aux créances sur les entreprises notées est bien plus importante que celle appliquée aux créances sur les États et leurs banques centrales (la différence la plus importante se faisant lorsque la notation se situe entre A+ et A-). Il faut aussi souligner que le coefficient de pondération ne varie pas en fonction de la durée des crédits. Enfin, il est important d'observer que la réglementation prudentielle de Bâle II ne comporte pas vraiment d'incitation à transformer la structure oligopolistique de ce secteur étudié précédemment ; au contraire, elle a plutôt tendance à la renforcer. Effectivement, la nécessité d'agrément des agences suggérée par Bâle II incite les clients de celles-ci à favoriser les agences agréées par les régulateurs (les plus grosses agences en général, exception faite de l'Europe) et inéluctablement, elle conduit à un renforcement de l'oligopole. « En outre, la réglementation « Bâle II » précise que si l'émetteur est noté par deux agences, il doit retenir la plus défavorable, s'il obtient plus de deux notes, il doit garder la meilleure note si elle est fournie par au moins deux agences, sinon, il retient la note intermédiaire. Dans ce cadre, les émetteurs sont rationnellement incités à demander une seule notation, qui clarifie l'information, qui diminue les coûts mais qui renforce également la structure oligopolistique. Si la note unique est mauvaise, la décision la plus rationnelle est d'essayer d'obtenir trois notes afin de garder une note intermédiaire correcte. Avec deux notations, le risque de voir la note diminuée et d'être obligé de choisir la note la plus défavorable est important »<sup>306</sup>.

Les accords de Bâle II intronisent les agences de notation financière au niveau international en les utilisant comme références en matière d'évaluation, les rendant ainsi indispensables. De plus, la transposition de ces accords en droit européen par la directive du 14 juin 2006 sur les fonds propres réglementaires (entrée en application en 2008) a conduit à l'institutionnalisation des agences qui jouent alors un rôle réglementaire. Comme le souligne Mme Espagnac et M. De Montesquiou, « ainsi, sous l'effet de la mise en place en Europe des règles de « Bâle II », l'usage réglementaire des agences de notation s'est mécaniquement étendu. Il conduit à une véritable institutionnalisation du rôle des agences de notation »<sup>307</sup>. Après Bâle I dans lequel les agences de notation financière se voient attribuer une valeur normative, Bâle II leur donne les pleins pouvoirs.

<sup>306</sup> DEGOS J.-G., BEN HMIDEN H., E. HENCHIRI J., *op.cit.*, p. 60.

<sup>307</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 73.

A l'image de l'OICV, le Comité de Bâle est resté longtemps ignorant du sujet des agences de notation financière. Cette ignorance s'explique par l'auto-régulation alors prônée par les instances internationales, aucun contrôle n'existait donc. Ces deux organismes ont par la suite pris une trajectoire différente. L'OICV a de son côté édicté un certain nombre de règles et, notamment, un Code de bonne conduite. Même si elles restent très générales, elles montrent la voie vers un encadrement accru des agences de notation. Le Comité de Bâle a quant à lui édicté des règles internationales donnant aux agences un véritable pouvoir, les accords de Bâle II ayant été qualifiés par le *Financial Time* de « Noël des agences au mois de juin ».

La crise financière de 2007/2008 va cependant modifier la perception des agences de notation. Les dirigeants politiques, aussi bien que les grandes instances internationales vont les tenir pour responsables de la crise et essayer de mettre fin à l'auto-régulation. Ce sera notamment l'action conduite par l'OICV.

## **Paragraphe II : La volonté de renforcer le contrôle des agences de notation financière après la crise de 2007/2008**

La crise financière que va connaître le monde en 2007/2008 a amené les différentes organisations économiques internationales à modifier leur vision de l'encadrement économique, notamment à propos des agences de notation. Ainsi, l'OICV a adopté un Code de bonne conduite ambitieux (A). Elle a également poussé ces différentes organisations à s'interroger sur l'évolution du contrôle international des agences de notation financière (B).

### **A) La révision ambitieuse du Code de bonne conduite de l'OICV**

Le rapport de l'OICV sur l'application du Code de bonne conduite de 2004<sup>308</sup> souligne que les grandes agences de notation financières internationales, ainsi que des agences de taille moindre, ont implanté en totalité ou quasiment le Code de bonne conduite, « les agences de notation les plus importantes (Moody's, Fitch and S&P) ont toutes adopté des codes de bonne conduite qui suivent largement les recommandations du Code de l'OICV. De plus, des agences plus petites en Allemagne (Euler Hermes Rating GmbH), au Japon (R&I, Japan Credit Rating Agency), à Ontario (DBRS), en

---

<sup>308</sup> OICV, *Review of Implementation of the IOSCO Fundamentals of a Code of Conduct for Credit Rating Agencies, Consultation report*, février 2007.

Suisse (Fedafin Federlaim & Finance) et aux Etats-Unis (A.M. Best) ont aussi adopté des codes de bonne conduite avec de très faibles variations par rapport au Code de l'OICV »<sup>309</sup>. Cependant, ce document révèle également que les agences n'ayant pas appliqué le Code sont plus nombreuses que les autres<sup>310</sup>. Ce problème de réception, ajouté à la crise financière, a conduit l'OICV à présenter en 2008 une version révisée et ambitieuse de son Code de 2004<sup>311</sup>. Cette révision est, sans conteste, pleine de bonnes intentions. Dans un premier temps, elle favorise l'écoute des différents acteurs financiers et des agences en prenant en compte leurs remarques. Ainsi, afin de favoriser l'application de son Code, l'OICV dispose : « suivant la publication des principes des agences de notation, certains commentaires, incluant ceux d'un certain nombre d'agences de notation, suggèrent qu'il serait utile que l'OICV développe un Code de bonne conduite plus spécifique et détaillé donnant des indications sur la manière dont les principes doivent être mis en œuvre en pratique. Le Code de bonne conduite suivant est issu de cet exercice »<sup>312</sup>. Cette révision énonce également des règles plus concrètes. L'OICV souhaite par exemple que les agences expliquent pourquoi leurs codes de conduite sont différents de celui de l'organisation afin que les investisseurs en soient avisés, « les agences de notations devraient expliquer si, et comment, leur propre code de bonne conduite dévie du Code de l'OICV et comment de telles déviations ne les empêchent cependant pas d'atteindre les objectifs du Code de bonne conduite de l'OICV. Cela permettra aux participants du marché et aux régulateurs d'en tirer leurs propres conclusions sur la manière dont une agence de notation a implanté le Code de l'OICV et de réagir en fonction »<sup>313</sup>. L'OICV ne pouvant prendre de mesures contraignantes, il s'agit ici d'une forme de pression dans le but d'obliger les agences de notation à mettre en place ce Code de bonne conduite.

Cette révision conduit à établir un Code également plus complet et plus précis. A titre d'exemple, concernant les relations des agences de notation avec leurs clients, le paragraphe 2.8 du code de 2004 disposait que « les agences de notation devraient divulguer la nature des arrangements passés avec l'entité notée. Lorsqu'une agence reçoit, d'une entité notée, une compensation qui n'est pas liée au service de notation, telle qu'une compensation pour un service de consultation, l'agence de notation devrait divulguer la proportion de la rémunération non liée à une activité de notation et celle liée à une activité de notation »<sup>314</sup>. La révision de ce paragraphe ajoute notamment des précisions relatives aux clients des agences, « une agence de notation devrait, si elle reçoit 10 pour

<sup>309</sup> *Ibid.*, p. 8. Traduction de l'auteur.

<sup>310</sup> *Ibid.*, p. 14, « Le groupe le plus important de cette étude est constitué d'agences de notation qui n'ont publié aucun code de bonne conduite ou qui ont publié un code avec seulement des implantations minimales du Code de l'OICV. ». Traduction de l'auteur.

<sup>311</sup> OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, *op.cit.*, mai 2008.

<sup>312</sup> *Ibid.*, p. 2. Traduction de l'auteur.

<sup>313</sup> *Ibid.* Traduction de l'auteur.

<sup>314</sup> Traduction de l'auteur.

cent ou plus de ses revenus annuels d'un seul émetteur, auteur, arrangeur, client ou abonné (y compris les sociétés affiliées de cet émetteur, auteur, arrangeur, client ou abonné), divulguer l'information »<sup>315</sup>. Est aussi mentionné le problème de la publicité des procédures, « les agences de notation en tant qu'industrie, devraient encourager les émetteurs de produits structurés et les créateurs de produits structurés à publier les informations pertinentes concernant les produits. De cette manière, les investisseurs et les autres agences de notation pourraient conduire leurs propres analyses, indépendamment de l'agence ayant obtenu le contrat de notation. Les agences de notation devraient divulguer dans leurs notations si l'émetteur d'un produit financier structuré l'a informé qu'il publie toutes les informations pertinentes sur le produit évalué ou si l'information reste non publique »<sup>316</sup>.

Cette révision s'attache également à l'activité intrinsèque et souvent oubliée des analystes. Ainsi, le nouveau Code préconise de connaître leur passé, « les agences de notation devraient établir des politiques et des procédures pour examiner le travail passé d'un analyste qui quitte son emploi au sein d'une agence de notation et rejoint un émetteur dont il a participé à la notation lorsqu'il était employé de l'agence de notation ou un cabinet financier avec lequel cet analyste a eu des relations importantes dans le cadre de ses fonctions au sein de l'agence de notation »<sup>317</sup>.

Cette révision permet donc une meilleure application du Code de bonne conduite qui devient plus complet et précis, permettant ainsi de combler quelques lacunes de la première version de 2004. Mais cette révision, et c'est important de le préciser, est peu appliquée par les agences. Dans un document de 2009<sup>318</sup>, l'OICV relève que seulement 7 des 21 agences examinées ont mis en œuvre les révisions du Code bonne de conduite<sup>319</sup>, dont les 3 principales agences. Dans le même temps, 11 des 14 agences n'ayant pas introduit la révision de 2008 ont appliqué en totalité ou en partie le Code de 2004<sup>320</sup>. Pour l'OICV, cette disparité entre l'application du Code de 2004 et sa révision de 2008 se justifie tout d'abord par le fait qu'en 2009, l'Union européenne a entamé un processus de réglementation des agences ; les agences européennes restent donc dans l'expectative avant de mettre à jour leur code de bonne conduite. D'autre part, l'OICV indique que ce Code répond davantage aux préoccupations relatives aux produits structurés que bon nombre de petites agences ignorent, elles ne se sentent donc pas concernées. Aussi, le mois suivant, et afin d'encourager les régulateurs nationaux et internationaux à utiliser ce code, le G20 a déclaré que toutes les agences de

---

<sup>315</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.8, point b. Traduction de l'auteur.

<sup>316</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.8, point c. Traduction de l'auteur.

<sup>317</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.17. Traduction de l'auteur.

<sup>318</sup> OICV, *A review of implementation of the IOSCO code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, mars 2009.

<sup>319</sup> *Ibid.*, p. 8.

<sup>320</sup> *Ibid.*, p. 9.

notation dont les notations sont utilisées à des fins réglementaires devraient être soumises à une réglementation conforme au code de l'OICV<sup>321</sup>. Il y a donc un encouragement à ce que ce Code de bonne conduite soit introduit dans les réglementations nationales et internationales.

La révision du Code de bonne conduite de l'OICV qui intervient très rapidement après les pires mois de la crise financière favorise un contrôle fort des agences de notation financière. Pour cela, le texte se fait plus facile à appliquer et plus précis que son prédécesseur. Il est très intéressant d'étudier maintenant les années post-crise.

## B) Le réexamen du contrôle international des agences de notation financière

C'est donc la crise financière qui a poussé les organisations internationales à remettre en question les règles alors en vigueur à propos de l'encadrement des agences de notation financière. Les quelques années après la crise ont donc vu se succéder constats (1) et surtout propositions (2) destinées à conférer plus d'efficacité au contrôle de ces agences.

### 1) *Un état des lieux encourageant*

Il est tout d'abord nécessaire d'évoquer une note de l'OICV de 2009<sup>322</sup> dans laquelle l'organisation internationale soulève le fait que les agences de notation financière ne connaissent pas de régulation et donc de contrôle dans la plupart des juridictions<sup>323</sup>. Aussi, et afin de mieux contrôler les agences, l'OICV avance plusieurs propositions. Parmi elles, la création d'un organisme international de surveillance, d'un organisme d'auto-réglementation ou encore une plus grande coopération transfrontalière entre les régulateurs nationaux<sup>324</sup>. Selon l'OICV, la coopération entre régulateurs nationaux serait la solution la plus efficace pour contrôler les agences de notation, « [...] le Comité Technique est d'accord avec le fait que l'approche la plus efficace serait à travers une

<sup>321</sup> G20, *Declaration on Strengthening the Financial System*, 2 avril 2009, p. 6 : « Toutes les agences de notation dont les notations sont utilisées à des fins de régulation devraient être sujettes à une réglementation incluant un enregistrement. Le système de réglementation devrait être établi à la fin de l'année 2009 et devrait être en totale coordination avec le Code de bonne conduite de l'OICV ». Traduction de l'auteur.

<sup>322</sup> OICV, *Intentional cooperation in oversight of credit rating agencies*, mars 2009.

<sup>323</sup> *Ibid.*, p. 2 : « Actuellement, les agences de notation ne sont pas régulées dans la plupart des juridictions ». Traduction de l'auteur.

<sup>324</sup> *Ibid.*, p. 3 : « Cela inclut la création d'un corps international, améliorant le respect et le renforcement par les régulateurs nationaux, établissant une organisation de régulation, et améliorant une coopération trans-frontalière entre autorités de régulation ». Traduction de l'auteur.

coopération trans-frontalière en les régulateurs nationaux ayant un pouvoir de régulation et d'inspection des agences de notation »<sup>325</sup>. Cette solution permettrait ainsi d'améliorer l'efficacité de la régulation<sup>326</sup> ou encore d'avoir une meilleure surveillance de l'activité des agences<sup>327</sup>. Cette coopération transfrontalière serait gérée par un collège de régulateurs nationaux et/ou une série d'accords bilatéraux. Elle permettrait de résoudre les problèmes de surveillance propres aux agences de notation qui opèrent le plus souvent dans de multiples juridictions et s'appuient fréquemment sur des bureaux et des analystes étrangers<sup>328</sup>. En 2009, après la crise financière, l'OICV met donc en avant la coopération interétatique à petite échelle pour contrôler l'activité des agences de notation. Cette idée est bonne, c'est d'ailleurs le chemin suivi par l'Union européenne la même année à travers un règlement commun à l'ensemble des pays de l'Union. Mais elle ne se développera pas en dehors du vieux continent, les rapports de force entre États étant bien trop disproportionnés.

En mai 2009, l'OICV prend également une décision importante et convertit le détachement spécial pour les agences de notation en un Comité permanent sur les agences de notation (C6). Ce Comité reçoit notamment mandat non seulement d'évaluer et d'envisager de nouvelles initiatives de régulation mais aussi de faciliter le dialogue entre les régulateurs et l'industrie de la notation.

Un rapport relatif à la mise en œuvre des principes prônés par le Code de bonne conduite par les différents régulateurs<sup>329</sup> mérite également attention. Il y est ainsi développé que les quatre grands axes de travail du Code de bonne conduite ont été traités par les différents régulateurs nationaux. Concernant la qualité et l'intégrité des notes, le programme australien de réglementation des agences de notation dispose comme condition préalable à l'obtention d'une licence permettant d'exercer une activité de notation de se conformer entre autres aux exigences du Code de bonne conduite de l'OICV relatives à la qualité et à l'intégrité des notes<sup>330</sup>. Pour ce qui est de

---

<sup>325</sup> *Ibid.* Traduction de l'auteur.

<sup>326</sup> *Ibid.*, p. 4 : « Promouvoir la coordination d'une conception réglementaire efficace - en engageant un dialogue régulier les uns avec les autres, les régulateurs peuvent mieux coordonner leurs réponses aux menaces actuelles du marché de manière à éviter les exigences redondantes ou inefficaces. Ainsi, le potentiel d'une régulation inefficace est minimisé ». Traduction de l'auteur.

<sup>327</sup> *Ibid.* « Faciliter le suivi et la surveillance - en regroupant les informations sur les activités des agences de notation dans les juridictions étrangères, les régulateurs seront en mesure de mieux comprendre les activités des agences de notation dans leurs propres juridictions nationales. Également, en tant que réalité juridique, que le respect de la substance du Code de l'OICV sera nécessairement ». Traduction de l'auteur.

<sup>328</sup> *Ibid.* p. 3, « Cette coopération renforcée pourrait, par exemple, prendre la forme d'un collège de régulateurs et/ou d'une série d'accords bilatéraux, conçus pour résoudre les problèmes de surveillance propres aux agences de notation qui opèrent dans plusieurs juridictions et qui font fréquemment appel à des bureaux et des analystes étrangers quand les émetteurs de notation opèrent eux-mêmes sur plusieurs marchés ». Traduction de l'auteur.

<sup>329</sup> OICV, *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, février 2011.

<sup>330</sup> *Ibid.*, p. 23-24, « [...] les agences de notation doivent] surveiller et mettre à jour périodiquement les notations, évaluer de façon indépendante les cours de formation pour les analystes de crédit, prendre les dispositions adéquates pour se conformer aux lois sur les services financiers et se conformer aux exigences du Code de l'OICV concernant la qualité et l'intégrité des notations ». Traduction de l'auteur.

l'indépendance et des potentiels conflits d'intérêt, le Japon a traité ce problème en imposant aux agences de notation d'indiquer les actes créant ou pouvant créer des conflits d'intérêt et de veiller à ce que ces actes ne portent pas atteinte aux intérêts des investisseurs<sup>331</sup>. En ce qui concerne ensuite la transparence et le moment de publication des notes, le texte réglementaire mexicain dispose que « Additionnellement, une agence de notation doit publier suffisamment d'informations sur ses procédures, ses méthodologies et ses hypothèses pour permettre aux parties extérieures de comprendre comme la notation a été déterminée par l'agence de notation »<sup>332</sup>. Cette disposition est une reprise quasi mots pour mots du point 3.5 du Code de bonne conduite de l'OICV cité précédemment. Enfin, pour les informations confidentielles fournies par des émetteurs et non autorisées à être rendues publiques par les agences, la réglementation japonaise exige que les agences prennent des mesures pour s'assurer que les renseignements et les secrets appris pendant le déroulement de l'activité de notation de crédit ne soient utilisés qu'à des fins jugées nécessaires pour mener l'activité de notation de façon juste et appropriée<sup>333</sup>. Ainsi en 2011, que ce soit aux États-Unis avec l'adoption du Dodd Frank Act, en Europe avec l'adoption de deux règlements (le troisième interviendra en 2013), ou dans des pays dont l'impact sur le contrôle des agences de notation est moindre, les grands principes édictés par l'OICV sont souvent mis en application.

Un dernier rapport de l'OICV datant de 2012 mérite également réflexion. Ce rapport<sup>334</sup>, qui se concentre sur les contrôles internes mis en place par les agences pour s'assurer de l'intégrité du processus de notation et pour lutter contre les conflits d'intérêt met en lumière leurs efforts dans ce domaine. En ce qui concerne l'intégrité du processus de notation, ce rapport révèle que certaines agences ont un directeur de crédit dont la responsabilité est d'examiner de manière indépendante les méthodes de notation, d'analyser et valider les modèles utilisés<sup>335</sup>. D'autres agences ont quant à elles mis en place des systèmes d'audit interne. Pour ce qui est des plus grandes agences de notation, elles ont tendance à avoir des « départements de conformité indépendants ». En règle générale, le personnel du service de conformité est chargé de surveiller le respect des exigences réglementaires

---

<sup>331</sup> *Ibid.*, p. 29, « Le programme de réglementation des agences de notation japonais comporte un certain nombre de dispositions visant à obliger une agence à identifier et à éliminer, ou à gérer et à divulguer, les conflits d'intérêts réels ou potentiels. L'agence de notation est tenue de préciser les actes qui créent des conflits d'intérêts ou des conflits d'intérêts potentiels à l'égard des activités de notation et de veiller à ce que de tels actes ne portent pas atteinte aux intérêts des investisseurs ». Traduction de l'auteur.

<sup>332</sup> *Ibid.*, p. 34. Traduction de l'auteur.

<sup>333</sup> *Ibid.*, p. 36-37, « La réglementation japonaise des agences de notation contient également des exigences conçues pour promouvoir les objectifs du quatrième principe de l'OICV. [...] En outre, cette réglementation des agences de notation exige que les agences prennent des mesures pour s'assurer que les informations et les secrets appris au cours de l'activité de notation ne sont pas utilisés à d'autres fins que celles jugées nécessaires ». Traduction de l'auteur.

<sup>334</sup> OICV, *Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest*, décembre 2012.

<sup>335</sup> *Ibid.*, paragraphe 3.1.1, « les responsabilités du responsable de la notation peuvent inclure l'examen indépendant des méthodologies de notation et l'analyse et la validation des modèles utilisés dans le processus de notation de crédit ». Traduction de l'auteur.

mondiales et des directives sur la politique et les lignes directrices de l'agence comme par exemple son Code de bonne conduite. Afin d'assurer la totale indépendance de ce département, celui-ci gère son activité en parfaite autonomie envers les autres secteurs d'activité de l'entreprise et relève en dernier ressort du chef de la direction de la société. De plus, la rémunération de ses employés n'est pas liée à la performance financière de l'entreprise. Il est en outre interdit à son personnel d'exercer des fonctions de commercialisation ou de vente, de participer à l'établissement des niveaux de rémunération des autres employés, de siéger dans un comité de notation particulier ou d'opter pour une mesure de notation particulière<sup>336</sup>. Pour ce qui est de la qualité des notations, des systèmes ont été mis en place pour savoir si les ressources nécessaires ont été allouées. Ainsi, certaines agences ont en leur sein un groupe chargé tous les six mois de rendre un rapport permettant de savoir si les ressources humaines et financières sont suffisantes pour produire des notations rapides et rigoureuses<sup>337</sup>. Afin d'éviter les conflits d'intérêt, certaines agences émettent des notations via une filiale dont le but est de séparer l'activité d'analyse de crédit des autres activités commerciales<sup>338</sup>. Mais d'autres vont parfois plus loin. Ainsi, certaines agences dissocient le personnel d'analyse des activités commerciales ; « par exemple, une agence de notation a expliqué que tout le personnel d'analyse et le personnel impliqué dans les activités de notation de crédit ont interdiction d'initier, d'organiser, de négocier ou de participer aux discussions concernant les frais ou les paiements pour les notations »<sup>339</sup>. Enfin, en ce qui concerne les cadeaux, les employés doivent faire face à une restriction plus ou moins importante selon leur fonction. « Par exemple, une entreprise interdit aux employés ayant des rôles analytiques ou de contrôle, d'accepter tout divertissement des contacts d'affaires (y compris le divertissement lors de conférences), mais applique une règle moins restrictive aux autres employés, leur permettant d'accepter un divertissement non excessif ou extravagant dans but commercial légitime. Une autre entreprise applique une politique plus libérale aux employés qui ne sont pas directement impliqués dans les activités de notation, leur permettant de recevoir des cadeaux, mais uniquement dans le cadre des conventions sociales et des pratiques commerciales et uniquement dans la mesure du nécessaire. Cela dit, le cabinet exige que les

---

<sup>336</sup> *Ibid.*, paragraphe 3.4.2, « Le service de la conformité est indépendant des secteurs d'activité du cabinet et relève en fin de compte du chef de la direction de la société. De plus, la rémunération des employés du service de la conformité n'est pas liée à la performance financière de l'entreprise. Il est interdit au personnel du service de la conformité d'exercer des fonctions de marketing ou de vente et de participer à l'établissement du niveaux de rémunération pour les autres employés. Il ne siège pas non plus dans un comité de notation spécifique ni ne donne son avis sur une action particulière ». Traduction de l'auteur.

<sup>337</sup> *Ibid.*, paragraphe 3.2.1, « Par exemple, une agence de notation a indiqué que son groupe de gestion des risques produit un rapport tous les six mois qui évalue si l'agence a consacré suffisamment de personnel et de ressources financières pour produire des notations rigoureuses et opportunes ». Traduction de l'auteur.

<sup>338</sup> *Ibid.*, paragraphe 4.1.2, « Par exemple, plusieurs agences de notation ont noté qu'elles émettaient des notations par l'intermédiaire d'une filiale conçue exclusivement à cette fin afin de séparer les activités d'analyse de crédit des autres sociétés opérant sous la même société de portefeuille ». Traduction de l'auteur.

<sup>339</sup> *Ibid.*, paragraphe 4.1.2. Traduction de l'auteur.

employés de tous les départements signalent et demandent l'approbation pour les cadeaux, les repas ou les divertissements de plus d'environ 40 dollars US. »<sup>340</sup>. Ce document met donc en évidence le fait que les agences de notation ont pris en main certains des principaux problèmes liés à leur activité et qu'elles ont décidé de mieux les contrôler. Cette prise de conscience de la part des principaux acteurs du marché financier est une chose qu'il faut souligner. Il est également important de préciser qu'en 2012, les principaux régulateurs mondiaux avaient déjà pris des dispositions pour mieux contrôler les agences de notation.

Derrière cet état des lieux encourageant car il démontre qu'un contrôle international des agences se met lentement en place, il est également possible de relever plusieurs propositions séduisantes.

## 2) *Les propositions*

A la fin de l'année 2010, le CSF a publié un document instructif visant à réduire la dépendance aux agences de notation financière<sup>341</sup>. Une de ses propositions est la suppression des références aux agences dans les textes réglementaires ou leur remplacement par des normes de solvabilité appropriées. En effet, selon le CSF, « le « câblage rigide »<sup>342</sup> des notes des agences de notation dans les normes et les règlements contribue considérablement à la dépendance du marché à l'égard des notations »<sup>343</sup>. Ce document propose également la mise en place par les investisseurs, les banques ou encore tous les participants des marchés financiers de leurs propres moyens d'évaluation sans privilégier les agences<sup>344</sup>. Ces deux mesures seront assez largement reprises par les régulateurs nationaux et internationaux et le CSF s'en félicitera en 2013<sup>345</sup>. Enfin, pour le CSF, les émetteurs ont aussi un rôle à jouer pour mettre fin à la dépendance vis à vis des agences de notation. Ils devraient ainsi divulguer des renseignements complets et fréquents, permettant ainsi aux investisseurs de se faire leur propre jugement<sup>346</sup>. Cette dernière recommandation apparaît cependant utopiste, les émetteurs n'ayant notamment pas intérêt à divulguer les « mauvaises nouvelles ». En effet, leur intérêt serait de ne divulguer que les bonnes nouvelles, permettant ainsi à l'entreprise émettrice d'être bien vu des marchés financiers et d'en tirer les avantages qui y incombent.

<sup>340</sup> *Ibid.*, paragraphe 4.2.6, page 37. Traduction de l'auteur.

<sup>341</sup> Conseil de Stabilité Financière, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, *op.cit.*

<sup>342</sup> « Hard wiring » en anglais.

<sup>343</sup> Conseil de Stabilité Financière, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, *op.cit.*, p. 1. Traduction de l'auteur.

<sup>344</sup> *Ibid.*, principe II, « Les banques, les participants au marché et les investisseurs institutionnels devraient espérer faire leurs propres évaluations, et ne pas dépendre seulement ou mécaniquement aux notes des agences de notations ». Traduction de l'auteur.

<sup>345</sup> Conseil de Stabilité Financière, *Credit Rating Agencies Reducing reliance and strengthening oversight*, août 2013, p. 3, « La plupart des juridictions du CSF ont effectué l'inventaire demandé des références aux notations des agences de notation dans les lois et règlements des autorités nationales [...] ». Traduction de l'auteur.

<sup>346</sup> *Ibid.*, principe III.5.

Cependant, si l'entreprise connaît des pertes, elle s'aperçoit d'erreurs, etc., elle n'a aucun intérêt à les divulguer aux investisseurs au risque de « se tirer elle-même une balle dans le pied ».

Un autre document mérite également d'être signalé. Il s'agit d'un rapport de l'OICV sur la possibilité de créer des collèges internationaux de supervision des agences de notation au sein de ses membres<sup>347</sup>. « Ces collèges seraient des accords collaboratifs entre les superviseurs s'efforçant de promouvoir le partage de l'information, la consultation et la coopération afin d'améliorer l'évaluation des risques des agences de notation actives sur le plan international et de soutenir une supervision efficace de ces agences de notation »<sup>348</sup>. Ne devraient être supervisées par ces collèges que les agences actives sur le plan international, qui ont d'importantes opérations transfrontalières, ont des filiales et / ou des succursales situées dans de multiples juridictions ayant des programmes de supervision des agences de notation et dont les notes sont utilisées par les investisseurs<sup>349</sup>. Enfin, les 3 critères suivants détermineraient les conditions d'appartenance aux différents collèges<sup>350</sup> :

- 1) L'agence de notation possède une filiale ou une succursale implantée dans la juridiction d'un membre de l'OICV. Cette filiale doit émettre ses avis au nom de l'agence et est obligatoirement soumise aux politiques et procédures de l'agence dont elle dépend.
- 2) Un membre de l'OICV doit avoir le pouvoir de superviser directement la filiale ou la succursale de l'agence en tant qu'agence de notation et être capable de mener des inspections, saisir des éléments de preuve et être en mesure d'engager des mesures coercitives en cas de violation des statuts et de réglementation liés aux agences de notation.
- 3) Le membre de l'OICV a l'autorité et la volonté de partager des informations pertinentes avec d'autres membres du collège de l'agence de notation et l'autorité légale pour sauvegarder la confidentialité des informations non publiques qu'il reçoit des autres membres du collège de l'agence de notation.

Aussi, pour les agences ne répondant pas à ces critères mais ayant tout de même des activités transfrontalières, une coopération bilatérale ou unilatérale *ad hoc* serait préférable. Cette méthode favorise sans aucun doute le contrôle à un niveau mondial des agences de notation financière.

De nombreuses propositions voient donc le jour dans les années post-crise, orientées vers un meilleur contrôle des agences de notation financière.

---

<sup>347</sup> OICV, *Supervisory Colleges for Credit Rating Agencies*, juillet 2013.

<sup>348</sup> *Ibid.*, point 3.1. Traduction de l'auteur.

<sup>349</sup> *Ibid.*, point 5.1.

<sup>350</sup> *Ibid.*, point 5.2. Traduction de l'auteur.

Une évolution positive et encourageante dans le domaine du contrôle des agences de notation a marqué les années post-crise. Que ce soit à travers des régulateurs nationaux et régionaux, ou même via les agences elles-mêmes, de nombreuses propositions ont été soumises et des mesures significatives adoptées avec pour conséquence de nouveaux textes internationaux.

### **Paragraphe III : Un dispositif qui reste contradictoire**

Plusieurs années après la crise, de nouveaux textes internationaux relatifs aux agences de notation financière sont adoptés. Les différentes organisations internationales ont donc définitivement fait le choix de la fin de l'auto-régulation et d'un contrôle accru des agences plus important malgré l'impossibilité de l'encadrement des méthodes de notation (C). Cependant, la révision du Code de bonne conduite de l'OICV (A) et le remplacement des accords de Bâle II par les accords de Bâle III (B) semblent adopter des directions contradictoires.

#### **A) La révision du Code de bonne conduite de 2015, un Code renforcé**

Cette révision concerne la version finale du Code de bonne conduite applicable aux agences de notation<sup>351</sup>. Elle a été notamment adoptée en réponse à un rapport faisant état du fait que les agences de notation financière, contrairement à 2008, étaient maintenant régulées et contrôlées par des autorités nationales ou régionales<sup>352</sup>. Il fallait donc adapter le Code et cette révision permettait d'atteindre plusieurs objectifs. Le premier est un renforcement de ce Code par l'amélioration de certaines dispositions. A titre d'exemple, le paragraphe 1.5 du Code de bonne conduite de 2008 relatif à la garde des données disposait qu'« une agence de notation devrait tenir des enregistrements internes expliquant ses notations pendant une période raisonnable ou en accord avec la législation applicable »<sup>353</sup>. Le paragraphe 1.9 du Code de 2015 relatif au même sujet dispose qu'« une agence de notation devrait tenir des registres internes précis, suffisamment détaillés et complets pour reconstituer le processus de notation de crédit pour une notation donnée. Les dossiers devraient être conservés aussi longtemps que nécessaire pour promouvoir l'intégrité du processus de notation, et notamment pour permettre aux audits internes, au personnel de conformité et de contrôle de la qualité, d'examiner les mesures de solvabilité antérieures. En outre, l'agence de notation devrait établir, maintenir, documenter et appliquer des politiques, procédures et contrôles conçus pour

---

<sup>351</sup> OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, op.cit., mars 2015.

<sup>352</sup> OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, *Consultation report*, février 2014.

<sup>353</sup> Traduction de l'auteur.

s'assurer que ses employés se conforment aux exigences de conservation, et de rangement des dossiers internes de l'agence et aux lois et règlements applicables »<sup>354</sup>. Il est possible également de remarquer l'apport de nombreux éléments à travers cette révision de 2015, rendant le Code bien plus précis grâce à l'ajout de nouvelles dispositions.

Le deuxième objectif de cette révision est le renforcement du Code via l'ajout de nouvelles dispositions. Par exemple le paragraphe 3.1 (figurant dans la partie relative à la transparence et le temps de publication des notes) ne se retrouve pas dans le Code précédent. Il dispose qu'« une agence de notation devrait aider les investisseurs et les autres utilisateurs de notes à mieux comprendre les notations en divulguant, en langage clair, la nature et les limites des notations et les risques d'en dépendre indûment pour effectuer des placements ou d'autres décisions financières. Une agence de notation assujettie à un programme d'inscription et de surveillance administré par une autorité régionale ou nationale ne devrait pas affirmer ou laisser entendre que l'autorité approuve ses notations ou utilise son statut d'inscrit pour annoncer la qualité de ses notations »<sup>355</sup>. Est également ajouté dans ce Code une nouvelle section, la section 4 intitulée « *Governance, Risk Management, and Employee Training* ». Cette section préconise par exemple la création au sein des agences de notation d'un conseil chargé de veiller à ce que l'agence mette en place et entretienne un Code de bonne conduite donnant notamment plein effet au Code de bonne conduite de l'OICV<sup>356</sup>.

Le dernier objectif de cette révision est d'améliorer la clarté du Code, principalement en révisant des définitions déjà existantes et en ajoutant les définitions de certains mots clefs. Ainsi, la définition « d'agence de notation » a par exemple été modifiée et simplifiée en passant d'une entité « *whose business is the issuance of credit ratings for the purposes of evaluating the credit risk of issuers of debt and debt-like securities* » à « *“Credit rating agency” or “CRA” means an entity that is in the business of issuing credit ratings* ». La définition de « *credit rating action* » a quant à elle été ajoutée<sup>357</sup>.

Enfin, certaines parties du Code ont connu une réorganisation. La section 3A relative à la transparence et à la divulgation des notes a ainsi été réordonnée pour que les dispositions les plus générales soient placées au début (dispositions 3.1 à 3.8) et que les dispositions plus spécifiques soient placées à la fin (dispositions 3.9 à 3.17).

---

<sup>354</sup> Traduction de l'auteur.

<sup>355</sup> Traduction de l'auteur.

<sup>356</sup> OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, op. cit.*, mars 2015, paragraphe 4.1, « Le conseil d'administration de l'agence de notation (ou un organisme similaire) devrait avoir la responsabilité ultime de veiller à ce que l'agence établisse, conserve, documente et applique un Code de bonne conduite qui donne plein effet aux principes fondamentaux du Code de conduite de l'OICV ». Traduction de l'auteur.

<sup>357</sup> *Ibid.*, p. 4 ; « *“Credit rating action”* signifie déterminer une notation initiale, une amélioration d'une notation existante, une révision à la baisse d'une notation existante (y compris une catégorie par défaut), l'affirmation d'une notation existante ou le retrait d'une notation ». Traduction de l'auteur.

Ce nouveau Code est donc beaucoup plus précis et plus complet que les deux précédents et répond d'autant mieux à la nécessité de contrôle des agences de notation. Il répond de plus très bien à l'évolution de la régulation des agences de notation, il peut ainsi être repris de manière quasi directe par des autorités de régulation nationales ou régionales. Les accords de Bâle, malgré un effort, continuent quant à eux à emprunter un chemin opposé.

## B) Les orientations différentes des accords de Bâle III

A l'instar des accords de Bâle I et II (2), les accords de Bâle III vont encore une fois à l'encontre des directions prises par les autres acteurs de la régulation internationale. Ils cachent ainsi une réalité, celle de la mise en place d'une dépendance accrue aux agences de notation (1).

### *1) Les accords de Bâle III, des avancées ambiguës*

Sous l'impulsion du G20, les accords de Bâle III sont publiés dans leur version initiale en décembre 2010 et visent à augmenter les niveaux de réserves minimum en capital pour les banques et leurs garanties de liquidités. A titre d'exemple, le ratio de fonds propres est porté de 8 à 10,5%. De plus, à cette augmentation du ratio de fonds propres valable en tout temps, s'ajoute un degré supplémentaire d'exigence caractérisé par le « coussin contracyclique ». « Cette augmentation du ratio exigible est, elle, variable et appréciée selon la conjoncture économique et le cycle : les banques doivent accumuler des fonds supplémentaires durant les périodes de croissance. Cela leur permettra de ne pas complètement fermer les vannes du crédit lorsque la conjoncture est défavorable »<sup>358</sup>. Bâle III introduit également des normes sur le risque de liquidité, « les banques doivent sélectionner des actifs facilement cessibles sans perte de valeur, pour alimenter leur trésorerie en cas de difficulté à cause de retraits massifs de la clientèle ou de l'assèchement du marché interbancaire »<sup>359</sup>. Mais, pour ce qui est des agences de notation financière, les accords de Bâle III sont ambigus. Dans un premier temps, il est possible de remarquer une volonté de limiter l'influence des agences. Ainsi, la principale innovation est la mise en place d'un plafond d'effet de levier mesurant l'importance de la détention d'actifs par une banque proportionnellement à ses fonds propres. Ainsi, avant Bâle III, en choisissant d'investir massivement dans des actifs peu risqués, les banques pouvaient considérablement accroître l'écart entre leurs fonds propres et les

<sup>358</sup> DE CLERCK J., « Bâle III : Trop ou trop peu ? », <http://convention-s.fr>, 28 février 2013.

<sup>359</sup> DEGOS J-G., BEN HMIDEN O., « Le rôle et le pouvoir des agences de notation ont-ils changé au fil des accords de Bâle I, Bâle II et Bâle III ? », *Revue d'économie financière*, 28 avril 2015, p. 245.

actifs détenus. Mais les actifs évalués comme peu risqués par les agences de notation se sont parfois révélés risqués, voire très risqués. L'introduction de ce plafond d'effet de levier a donc pour objectif de contenir ce risque en se basant moins sur l'évaluation du risque des actifs, c'est-à-dire les notes données par les agences, et davantage sur l'effet de levier « objectif » soulevé par les banques.

Dans un second temps, la révision des accords de Bâle III en 2013 a maintenu et même renforcé la dépendance à l'égard des agences de notation. En effet, cet accord continue à utiliser des notations émises par les agences et donc à les institutionnaliser à un niveau international. Ainsi, une décote de 15% s'applique à la valeur de marché courante des titres de dette d'entreprise et des obligations sécurisées qui satisfont notamment à l'exigence « soit i) afficher une note de crédit à long terme d'au moins AA- attribuée par un organisme externe d'évaluation du crédit (OEEC) reconnu ou, en l'absence d'une note de crédit à long terme, une note à court terme équivalente en termes de qualité ; soit ii) en l'absence de note de crédit d'un OEEC reconnu, afficher une notation interne dont la probabilité de défaut est au moins équivalente à AA- »<sup>360</sup>. Dans ce dernier cas, il est toujours possible de faire appel à un système d'évaluation interne mais dans d'autres circonstances, la note des OEEC est inévitable. Ainsi, une décote plus élevée (supérieure à 15%) s'applique à la valeur de marché courante de chaque actif de niveau 2B de l'encours des actifs liquides de haute qualité. Par exemple, les titres adossés à des créances immobilières résidentielles peuvent obtenir une décote de 25% si elles remplissent notamment la condition « d'afficher une note de crédit à long terme égale ou supérieure à AA attribuée par un OEEC reconnu ou, en l'absence d'une note de crédit à long terme, une note à court terme équivalente en termes de qualité »<sup>361</sup>. Contrairement aux dispositions de l'article 52, il est impossible de ne pas recourir à un OEEC et donc à une agence pour obtenir une décote. Les agences de notation financière sont donc bel et bien implantées de manière réglementaire et institutionnelle au niveau international.

Les accords de Bâle III, malgré un effort apparent, demeurent dans la lignée des accords de Bâle II. Malgré des efforts vers une plus grande transparence et pour la diminution des risques de conflits d'intérêt, l'institutionnalisation des agences reste croissante et la dépendance vis à vis des notes toujours présente. C'est là d'ailleurs la problématique : même si certaines des mesures contenues dans ces accords pourraient laisser entrevoir une volonté de réduire le pouvoir des agences, elles ne sont pas assez contraignantes pour y parvenir.

---

<sup>360</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, op. cit., article 52, paragraphe b.

<sup>361</sup> *Ibid.*, article 54, paragraphe a.

## 2) *Les accords de Bâle, une volonté contrariée*

« Les agences de notation ont vu leur pouvoir s'accroître progressivement dans les accords de Bâle. Les tentatives visant à affaiblir leur position, en recherchant une alternative aux notations contraires externes, n'ont pas connu le succès attendu »<sup>362</sup>. Cette situation créée par les Accords de Bale est évidente. Entre la réglementation de Bâle I, où la référence aux notations externes était mineure, et le renforcement accru de l'intervention des agences de notation dans Bâle III, le pouvoir des agences a connu une évolution certaine. Afin de réduire le recours aux agences de notation et, par extension une certaine dépendance, deux mesures principales ont été prises par les différents accords de Bâle. La première mesure incitait les banques à mettre en place des systèmes internes d'évaluation des risques de crédit. La deuxième mesure les incitait à limiter le nombre d'agences en mesure d'évaluer ces risques, les obligeant à respecter les exigences définies par le Code de bonne conduite de l'OICV telles que l'objectivité, l'indépendance, des ressources suffisantes ou encore la crédibilité. Mais ces mesures, à l'origine bien intentionnées, se sont révélées inefficaces et trop compliquées. En raison du volume de données à obtenir, la mise en place de systèmes internes d'évaluation s'est avérée complexe et très coûteuse. « Elle est aussi, souvent, incomplète. Kaufman<sup>363</sup> souligne l'insuffisance des modèles mathématiques qui font abstraction des facteurs humains et historiques. Seuls les grands établissements financiers sont en mesure, après validation réglementaire, d'investir dans des systèmes d'information pertinents et robustes »<sup>364</sup>. De plus, une mise en place effective de ces évaluations internes exige un niveau d'évaluation au moins équivalent sinon supérieur à celui des OEEC et donc des agences de notation financière. Or, comme vu précédemment, les agences ont mis des dizaines d'années pour atteindre leur niveau d'expertise, grâce notamment au facteur historique et à l'expérience accumulée. De plus, ce système d'évaluations internes se heurte à un autre problème : l'exposition des banques à des risques de conflits d'intérêts. En effet, la nécessité de recueillir des données fiables et crédibles peut quelquefois prévaloir sur la nécessité ou à la volonté d'obtenir ou de garder un client important. La banque pourrait ainsi être incitée à sous-évaluer ou à ne pas réviser les risques à la baisse, « Moosa<sup>365</sup> remarque qu'« en utilisant leurs propres modèles, les banques peuvent se montrer trop optimistes quant à leur exposition au risque afin de minimiser le capital réglementaire et maximiser le retour sur les capitaux propres. En ce sens, Bâle II crée des incitations perverses à sous-estimer le

<sup>362</sup> DEGOS J-G., BEN HMIDEN O., *op. cit.*, p. 246.

<sup>363</sup> KAUFMAN H., *The Road to Financial Reformation: Warnings, Consequences, Reforms*, août 2009, 260 p.

<sup>364</sup> DEGOS J-G., BEN HMIDEN O., *op. cit.*, p. 247.

<sup>365</sup> MOOSA I. A., *Basel II as a casualty of the global financial crisis. Journal of Banking Regulation*, Volume 11, 2010, pp. 95-114

risque de crédit »<sup>366</sup>.

Pour ce qui est des exigences des Codes de bonne conduite de l'OICV reprises par les accords de Bâle, les agences de notation financière toujours soucieuses de leur réputation, ne sont pas hostiles à l'accroissement de leurs obligations d'information et de transparence vis-à-vis du public même si elles mettent en garde contre une harmonisation ou une standardisation de leurs méthodes de notation. Elles se sont par exemple déclarées favorables à la révision de leurs procédures pour mettre en place une stricte application du Code de l'OICV. « Par exemple, elles possèdent une clientèle très diversifiée, ce qui augmente leur indépendance à l'égard d'un même client ou d'un secteur particulier. Par ailleurs, elles rendent leurs critères de notation publics et leurs opinions transparentes, favorisant ainsi une meilleure compréhension du raisonnement qui sous-tend les notes qu'elles décernent par les investisseurs et les analystes. Elles dissocient les activités analytiques et commerciales associées à chacune des notes attribuées afin de soutenir l'indépendance de leurs appréciations. La rémunération de leurs analystes n'est pas tributaire des honoraires liés à la notation effectuée ; des comités sont chargés d'examiner et d'approuver les notes proposées par les experts »<sup>367</sup>. Ces mesures témoignent indiscutablement d'un respect des procédures souhaitées par le Code de bonne conduite.

De manière générale, les accords de Bâle ne sont pas une franche réussite en matière de contrôle des agences de notation financière. En effet, ils ne limitent pas leur pouvoir et ont même tendance à l'accentuer. Il est cependant possible de constater que l'idée d'auto-régulation des agences longtemps prônée a révélé ses limites et qu'un contrôle des méthodes de notation reste toutefois problématique.

### C) Des difficultés de l'autorégulation à l'impossible contrôle des méthodes de notation

Le principe d'autorégulation des agences de notation a été pendant plusieurs décennies la solution privilégiée par l'ensemble des autorités, mais ce principe a été remis en cause par la crise financière qui a mis en lumière les erreurs du passé ainsi que les échecs de ce mode de fonctionnement (1). En ce qui concerne les méthodes de notation, c'est là un secret bien gardé, favorisé par l'absence de contrôle des agences (2).

---

<sup>366</sup> DEGOS J-G., BEN HMIDEN O., *op. cit.*, p. 248.

<sup>367</sup> *Ibid.*, p. 249.

### 1) Une autorégulation inefficace

Pendant longtemps, le marché de la notation a reposé sur un modèle de confiance et sur le postulat d'une autorégulation fondée notamment sur le risque de perte de notoriété en cas de parti pris d'une agence. La fiabilité et la réputation d'une agence étant alors l'actif le plus précieux et la garantie de la fiabilité de ses notations, Anouar Hassoune, ancien responsable de *S&P* et de *Moody's*, affirme par exemple : « quant aux conflits d'intérêts, il y en a, mais ils sont bien gérés. N'oubliez pas que la valeur du travail des agences repose sur leur crédibilité. Si on les savait corruptibles, elles seraient ruinées. Nous sommes tous coresponsables de la crédibilité de notre métier »<sup>368</sup>. Dans la même optique, Jeanne-Françoise de Polignac a écrit en 2002 « le marché est en fait le seul véritable juge des agences de notation »<sup>369</sup>. Plus affirmatif encore en 1995, lorsqu'une certaine euphorie à propos de la notation régnait, Daniel Karyotis affirmait « le marché de la notation est efficient, [...] toute tentation de recourir à la réglementation doit être rejetée, c'est au marché et à lui seul qu'il appartient de rendre incontournable la notation [...]. Pour la plupart des professionnels, la notation est déjà intégrée et admise. Pour les réticents, elle doit être considérée comme un mal nécessaire »<sup>370</sup>.

Les agences de notation financière ont donc pu exercer leur activité sans être soumises à la moindre réglementation (la nécessité d'enregistrement mise en place par la SEC en 1975 ne pouvant être considérée comme la mise en place d'un contrôle) grâce à la réputation d'excellence qu'elles avaient acquise en raison notamment de l'absence de défaillances importantes. Les agences avaient bien des codes de conduite internes (et publics), mais dans son rapport annuel de 2005 sur les agences de notation, l'AMF soulève le fait « qu'elles dégagent leur responsabilité vis-à-vis de quiconque au titre de leur code, politiques ou procédures internes. Elles indiquent que leur code n'est ni un engagement ni un élément contractuel dans leurs relations avec leurs clients. En conséquence, elles estiment qu'aucun tiers n'est habilité à revendiquer l'application des dispositions qu'elles ont prises »<sup>371</sup>. A la suite de la crise asiatique et de la bulle internet, l'OICV a adopté son premier Code de bonne conduite, encourageant les agences à respecter un certain nombre de principes évoqués précédemment, mais n'ayant pas de force contraignante, il appartenait aux agences de le mettre en œuvre. En 2006<sup>372</sup>, l'Union européenne se prononce en faveur d'une autorégulation et est hostile à toute forme de réglementation. Il est ainsi affirmé que « la

<sup>368</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 144.

<sup>369</sup> DE POLIGNAC J-F., *La notation financière. L'approche du risque crédit*, Revue Banque, 12 mars 2002, p. 107.

<sup>370</sup> KARYOTIS D., *La notation financière-Une nouvelle approche du risque*, Revue Banque, 1 décembre 1995, p. 158.

<sup>371</sup> AMF, *Rapport 2005 sur les agences de notation*, 31 janvier 2006, paragraphe 3.2.1.

<sup>372</sup> Commission européenne, *Communication de la Commission sur les agences de notation (2006/C 59/02)*, *op.cit.*

Commission est persuadée que ces directives associées à l'auto-réglementation que les agences développeront sur la base du nouveau Code de l'OICV — fourniront une réponse à tous les problèmes majeurs à propos desquels le Parlement européen avait exprimé des préoccupations »<sup>373</sup> et « qu'aucune initiative législative nouvelle n'est nécessaire à l'heure actuelle. Un des principes fondamentaux du « mieux légiférer » est de veiller à ce que le recours aux solutions législatives ne soit envisagé que lorsque ces solutions sont strictement nécessaires à la réalisation d'objectifs des politiques publiques. La Commission est convaincue que la pertinence d'une nouvelle initiative législative dans ce domaine n'est toujours pas démontrée »<sup>374</sup>.

Depuis 2007, une bascule s'est opérée et l'autorégulation des marchés est devenue un concept de moins en moins promu par ces mêmes protagonistes. Les défaillances que les agences ont connues lors de cette crise ont mis en lumière le rôle fondamental qu'elles jouent sur les marchés financiers. Elles ont également permis de faire prendre conscience des faiblesses du processus de notation, de l'existence de conflits d'intérêts ainsi que des risques occasionnés par le caractère oligopolistique du secteur. Les différents législateurs se sont alors décidés à intervenir et les agences font maintenant l'objet d'un contrôle important, notamment au sein de l'Union européenne. Leur encadrement reste toutefois complexe car, si elles sont généralement de nationalité américaine, leur champ d'activité est mondial. La liberté laissée aux agences pour définir leurs méthodes de notation ne simplifie pas non plus les contrôles.

## 2) *Une liberté des méthodes de notation jamais remise en cause*

La méthodologie de notation des agences leur est personnelle, elle pourrait même s'assimiler à « une recette de cuisine » tant elle relève d'une sorte de « secret de fabrication ». Ainsi, la question des méthodes adoptées a été pendant longtemps ignorée par les législateurs et les superviseurs (a) et n'a été posée que récemment avec cependant un refus constant du législateur de s'immiscer dans la gestion de ces méthodes (b).

### a) La découverte tardive de l'enjeu lié aux méthodes de notation

Lors des premières fautes de notation, la question de la méthodologie utilisée par les agences ne s'est pas réellement posée. Ainsi, suite à l'affaire *Enron* par exemple, le Sénat américain et la SEC lors de leur enquête visant à déterminer pourquoi les agences ont maintenu une bonne notation

---

<sup>373</sup> *Ibid*, paragraphe 4.

<sup>374</sup> *Ibid*.

à la société quatre jours avant sa faillite, ne se sont pas véritablement interrogés sur les méthodes de notation utilisées mais plutôt sur les manques quant aux informations transmises par la société, manques alors considérés comme la cause des erreurs d'évaluation. Le Sénat et la SEC ne se sont donc pas attardés sur la méthodologie utilisée mais plutôt sur le manque de pertinence des données transmises par *Enron*, alors même que les agences auditionnées affirmaient savoir que des informations importantes leur étaient dissimulées et que leurs procédures de notation ne prévoyaient pas ce genre de contrôle. C'est à la suite de fortes dégradations des notes de produits structurés en 2007 que la fiabilité de la notation a été contestée à travers les méthodologies employées, les modèles utilisés et les données exploitées. Ainsi, ce n'est qu'en 2008 que sont mentionnées pour la première fois les méthodologies utilisées dans un rapport publié par la SEC sur le rôle des agences de notation dans la crise. Parmi les objectifs, est énoncée la compréhension des modèles d'évaluation, des méthodologies, des hypothèses, critères et protocoles<sup>375</sup>. Ce rapport relève le défaut de publication des critères utilisés, l'absence de justification des décisions de déviation par rapport aux résultats des modèles ainsi que l'insuffisance qualitative et quantitative des données recueillies sur les actifs sous-jacents. C'est donc bel et bien la première fois que l'échec méthodologique est formellement mentionné. Il s'agit, il faut le préciser, d'un échec des méthodologies en général, la SEC ne portant aucun jugement dans ce rapport sur telle ou telle méthodologie. Ce constat a par ailleurs été confirmé dans le rapport du Sénat américain d'avril 2011 qui précise que de 2004 à 2007, *Moody's* et *Standard and Poor's* ont utilisé « des modèles de notations inadaptés »<sup>376</sup>. Cependant, malgré la mise en lumière des erreurs méthodologiques, l'absence d'immixtion dans les méthodes de notation a continué.

b) Le refus constant du législateur de s'immiscer dans les méthodes de notation

Le législateur, qu'il soit européen ou américain, s'est toujours refusé à toute immixtion dans les méthodes de notations utilisées. Cette attitude se justifie notamment par le fait qu'il pourrait se retrouver dans une situation de juge et partie car les États sont aussi notés. De plus, prendre position pourrait atteindre l'indépendance des agences de notation. Par conséquent, il est interdit aux différentes autorités de supervision de se prononcer sur la qualité des modèles. Aux États-Unis c'est le Dodd-Frank Act qui le prévoit en interdisant à la SEC ou à tout autre organisme d'État de

<sup>375</sup> Rapport de juillet 2008. Page 3. « Specifically, key areas of review included: the NRSRO's ratings policies, procedures and practices, including gaining an understanding of ratings models, methodologies, assumptions, criteria and protocols... ».

<sup>376</sup> Wall Street and the Financial crisis. Avril 2011. Page 245 « Inaccurate Rating Models ».

s'immiscer dans les méthodologies de notation. Il en va de même en Europe où le règlement européen sur les agences de notation<sup>377</sup> n'autorise aucune autorité publique à intervenir quant aux contenus des notations ou aux méthodes utilisées, ce qui vaut aussi pour l'AEMF ou la Commission européenne. Il faut d'ailleurs souligner une ambiguïté évidente puisqu'en ce qui concerne les méthodologies d'évaluation des risques développées par les établissements de crédit, le principe d'une validation a été retenu en Europe. Ainsi, près de 400 modèles d'évaluation et d'appréciation du risque crédit ont été validés par les superviseurs européens. Tout cela est paradoxal puisque en effet, les modèles des établissements de crédit qui sont confidentiels et non destinés au public sont soumis à un contrôle méthodologique alors que les notes des agences, qui visent à toucher un maximum de public et dont les répercussions sur les marchés financiers sont bien plus importantes, ne le sont pas. Ainsi, aucun superviseur ni organisme international n'est responsable d'une quelconque supervision des méthodes utilisées par les agences pour rendre leurs notes alors même que la pertinence de ces méthodes fait partie de la réflexion à mener sur le rôle et la place des agences de notation ; le règlement européen du 16 septembre 2009<sup>378</sup> définit seulement les caractéristiques générales, à savoir que les méthodes de notations utilisées doivent être « rigoureuses, systématiques, sans discontinuité ». La méthode de notation doit donc caractériser l'importance des différents facteurs et la pondération des critères, elle doit aussi être utilisée de manière continue et systématique, toute déviation devant être justifiée de manière objective. C'est donc sur cette base que l'AEMF a la responsabilité de s'assurer de la conformité des méthodes de notations au règlement délégué de 2012<sup>379</sup>. Mais c'est là un principe général qui laisse en réalité une liberté importante aux agences de notation.

Après s'être rendu compte que l'auto-régulation était un système qui ne fonctionnait pas dans le cadre du marché de la notation, les instances internationales ont décidé de tenter de réguler en recourant, d'une part, aux Codes successifs de l'OICV, d'autre part, aux différents accords de Bâle. Ainsi peut se résumer la réglementation mondiale relative aux agences de notation financière adoptée. Les Codes de bonne conduite de l'OICV et leurs évolutions successives peuvent être considérés comme essentiels dans le cadre d'un contrôle international des agences. Ils ont souvent servi de base pour des réglementations nationales ou régionales et semblent promouvoir un réel

---

<sup>377</sup> Le règlement européen (UE) n°513/2011 du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit dispose en son article 23 que « dans l'exercice de leurs missions au titre du présent règlement, ni l'AEMF, ni la Commission, ni aucune autorité publique d'un État membre n'interfèrent avec le contenu des notations de crédit ou les méthodes utilisées ».

<sup>378</sup> Cf. p. 15.

<sup>379</sup> Commission européenne, *Règlement délégué (UE) n°447/2012 de la Commission du 21 mars 2012 complétant le règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation aux fins de l'évaluation de la conformité des méthodes de notation de crédit*, 21 mars 2012.

contrôle des agences. Les accords de Bâle quant à eux, ont plutôt favorisé la dépendance aux agences de notation en les institutionnalisant et en les rendant incontournables de la finance internationale. A priori, ce sont donc deux visions antagonistes du contrôle des agences de notation financière. La réalité est plus complexe, les tentatives visant à développer d'autres moyens d'évaluation voulus par les accords de Bâle ayant notamment échoué.

Toutefois, la régulation internationale des agences de notation se heurte également aux contraintes liées à la satisfaction des intérêts des États. En effet, il est nécessaire de comprendre que les agences de notation peuvent être un atout important pour l'économie d'un État et qu'elles se retrouvent parfois au cœur de politiques économiques étatiques.

## **Section II : Les contraintes liées à la satisfaction des intérêts des États**

La régulation internationale des agences de notation financière est délicate. Elle se heurte d'abord à l'utilisation politique des agences (Paragraphe I), servant aussi bien la politique de certains États que certains politiciens au sein de leur État. La mise en place d'un accord international permettant de contrôler l'activité des agences est compliquée par le fait que, les méthodes de notation utilisées par les agences existantes n'étant pas considérées comme favorables aux pays en développement, ces derniers tentent d'imposer leurs vues et de créer leurs propres agences (Paragraphe II).

### **Paragraphe I : L'utilisation politique des agences de notation et les moyens d'y remédier**

La politisation des agences de notation financière (A) est réelle, elle est cependant susceptible de se manifester sous différentes formes, allant ainsi de l'utilisation par les États à l'utilisation par des politiciens au sein des États. Dès lors, et afin d'éviter toute instrumentalisation politique, la création d'une agence de notation publique internationale serait-elle la bonne solution ? (B).

## A) La politisation des agences de notation financière

Même si les agences de notation financière doivent être impartiales et totalement autonomes, il s'avère que dans la réalité une certaine éthique n'est pas toujours respectée. Ainsi, il s'avère qu'elles jouent un rôle politique (1) notamment lorsqu'elles modifient une note en fonction d'orientations politiques d'un pays. Mais les agences de notation sont aussi parfois utilisées à des fins politiques par les politiciens eux-mêmes (2), dès lors leur politisation est incontestable.

### 1) *Les agences de notation, des acteurs politiques ?*

La politisation des agences est évidente mais une explication s'avère nécessaire. A priori, cette profession peut s'identifier à un pouvoir politique à part entière. Le pouvoir de sanction des agences à l'encontre de l'échec d'une politique gouvernementale pourrait ainsi être le premier signe de cette identification. Pour certains auteurs tels que Gérard Gourguechon, dans le cadre des notations souveraines, « les agences de notation ne font plus d'analyse financière, mais font de la politique »<sup>380</sup>. Mais pour être un pouvoir politique à part entière, il faut que ce pouvoir s'exerce sur l'ensemble de la société, avec pour fonction spécifique d'assurer la cohésion et l'équilibre social en régulant les relations sociales et en intervenant pour éviter les conflits dans la société<sup>381</sup>. Ce n'est pas le cas des notations délivrées par les agences ; il s'agit donc essentiellement d'un pouvoir d'influence des agences. Les agences se défendent d'ailleurs de vouloir jouer un quelconque rôle politique. Ainsi, comme l'affirme Carol Sirou, présidente de *Standard & Poor's* France, « La notation souveraine est devenue tellement médiatique que certains voudraient qu'on devienne des commentateurs de la vie politique ! Mais ce n'est pas notre métier. Il y a des gens très compétents pour cela. (...) Notre rôle n'est pas de donner des indications de politiques publiques. Notre métier, c'est d'apprécier la capacité d'un emprunteur à rembourser sa dette dans le futur. Qu'il y arrive d'une manière ou d'une autre, ce n'est pas notre affaire. (...) Je peux vous assurer que la plus mauvaise publicité qu'on puisse se faire, c'est la notation souveraine. Cela crée une telle émotion, voire la cristallisation d'un certain nombre de comportements, que ce n'est pas une approche tactique. La dette souveraine, c'est près de 40 % de l'encours mondial de dette obligataire. (...) Or, le business de la notation souveraine doit représenter moins de 10 % de notre chiffre d'affaires »<sup>382</sup>. Cependant, malgré ces dénégations et ces explications, les agences de notation financière donnent

<sup>380</sup> GOURGUECHON G., « Les agences de notation », 17 janvier 2012, p. 11.

<sup>381</sup> RENAN E., *Conférence « Qu'est ce qu'une nation ?*, La Sorbonne, 1882.

<sup>382</sup> COLLARD F., *op. cit.*, p. 34.

l'impression de jouer un rôle politique, sentiment conforté par leur obligation de motiver leurs notations. Effectivement, « dans certains cas, la frontière est très étroite entre une justification de note et l'expression d'une opinion politique »<sup>383</sup>. On en trouve un exemple avec la justification donnée par *S&P* lors de l'abaissement de la note de neuf pays européens dont la France le 13 janvier 2012, « selon nous, les problèmes financiers de la zone euro résultent tout autant des déséquilibres externes et des différences de compétitivité entre le cœur de la zone euro et sa « périphérie ». Par conséquent, nous pensons qu'un processus de réforme fondé sur la seule austérité budgétaire risque de ne pas fonctionner, dans la mesure où la demande intérieure chute avec les inquiétudes des consommateurs quant à la sécurité de l'emploi et des revenus disponibles, ce qui entraîne une diminution des recettes fiscales nationales »<sup>384</sup>. Ce type de justification peut facilement être perçu comme un commentaire politique. Mais dans la pensée commune, lorsque la politisation des agences de notation est évoquée, il est souvent question de l'utilisation des agences par les pouvoirs politiques.

## 2) *L'utilisation des agences de notation à des fins politiques*

Malgré les dénonciations politiques dont elles ont souvent fait l'objet après la crise de 2007, que ce soit de la part d'Angela Merkel<sup>385</sup> ou de Nicolas Sarkozy<sup>386</sup>, il apparaît évident que les agences de notation financière sont parfois utilisées à des fins politiques.

En premier lieu, on peut tirer parti des agences de notation dans le but de servir l'intérêt de certains États. C'est ce qu'a dénoncé la Chine lors du lancement par l'agence *Dagong* de la notation des dettes souveraines. Ainsi, le Président chinois Hu Jintao avait alors affirmé « son souhait de voir « une méthode objective, et uniforme pour évaluer les risques souverains ». Georges Ugeux indique ainsi que « La cause de la crise financière mondiale et de la crise de la dette en Europe provient de ce que le système actuel de notation international ne prend pas suffisamment en compte la capacité de remboursement des États »<sup>387</sup>. Guan Jianzhong, président de *Dagong*, est même allé plus loin en affirmant que « Normalement, c'est celui qui prête qui évalue le risque, mais les États-Unis sont les plus endettés de la planète et ont les meilleures notes. Ils ont aussi les agences qui

---

<sup>383</sup> *Ibid.*, p. 35.

<sup>384</sup> *Ibid.*

<sup>385</sup> La chancelière allemande avait par exemple déclaré à l'été 2008 qu'« il n'est pas acceptable que la communauté mondiale dans son ensemble soit obligée de payer pour une évaluation des risques incorrecte à un moment donnée ».

<sup>386</sup> Alors Président de la République française, Nicolas Sarkozy avait affirmé que « les agences n'avaient pas fait leur travail ».

<sup>387</sup> UGEUX G., « La grève des agences de notation : de l'arrogance à la démission », <http://finance.blog.lemonde.fr>, 23 juillet 2010.

notent tous les États »<sup>388</sup>. Cette vision financière différente (ou cette instrumentalisation) a donc pour conséquence une moins bonne notation aujourd'hui des États-Unis (A-) par *Dagong* que l'Allemagne (AA+), la France (A) ou encore le Botswana (A). L'exemple de *Dagong* n'est cependant pas unique. Lors de la dégradation de la dette russe en 2015, Vassili Nebenzia, vice-ministre des affaires étrangères, affirmait qu'« elle a été prise non pas sur suggestion, mais sur ordre direct de Washington. Cela correspond à une nouvelle vague d'hystérie anti russe »<sup>389</sup>. Selon l'agence de notation, cette dégradation s'explique par le fait que « l'économie russe est en récession, minée par la chute de 50 % du prix du pétrole. Son inflation devrait dépasser 10 % en 2015 tandis que la croissance devrait avoisiner 0,5 % seulement par an sur la période 2015-2018, contre 2,4 % en moyenne sur les quatre années précédentes »<sup>390</sup>. Cette dégradation en catégorie spéculative reste tout de même surprenante, la dette publique russe s'élevant alors à seulement 9% du Produit National Brut (contre 90% en France par exemple) et le déficit budgétaire prévu était de 1,5% (contre près de 3% en France). À la vue de ces différents éléments, l'utilisation des agences de notation par les autorités américaines dans le but de faire pression sur le pouvoir russe ne fait pas grand doute. Il est d'ailleurs utile de rappeler que cette dégradation est intervenue peu de temps après un regain de tension entre les deux ex-puissances de la guerre froide. Cependant, cette instrumentalisation étatique des agences de notation reste un questionnement, si ce n'est des hypothèses. En effet, aucun cas d'instrumentalisation d'une agence de notation par des pouvoirs politiques n'a été prouvé ; ce ne sont là que de suspensions.

L'instrumentalisation des agences de notation financière par des acteurs politiques au sein même d'un État est quant à elle bel et bien prouvée. Jean-Michel Six, responsable des études économiques pour l'Europe chez *S&P* depuis 2005 affirme ainsi que « dans des périodes difficiles, comme celles que nous connaissons depuis 2007, d'autres utilisateurs tels que les politiques font usage de nos notes. Notamment lorsqu'elles leur sont favorables. Ce qui n'est pas au départ leur destination. Il y a donc parfois une certaine instrumentalisation de nos notes »<sup>391</sup>. L'un des meilleurs exemples de cette instrumentalisation politique concerne la France. Ainsi, au début de l'année 2011, Franck Louvrier, alors conseiller de l'Élysée affirme que « Avec les socialistes, on aurait perdu notre note AAA »<sup>392</sup>. Il est rejoint par le Ministre de l'Économie, François Baroin : « Nous serons là pour conserver ce triple A. C'est une condition nécessaire pour protéger notre modèle social »<sup>393</sup>. La

<sup>388</sup> THIBAUT H., « Avec l'agence de notation Dagong, Pékin veut diffuser sa vision financière du monde », *Le Monde*, 3 août 2011.

<sup>389</sup> *Washington a-t-il appelé S&P pour faire dégrader la Russie ?*, *op.cit.*

<sup>390</sup> QUENELLE B., *Standard and Poor's inflige un coup dur au plan anticrise de Moscou*, *Les Échos*, 28 janvier 2015.

<sup>391</sup> *Ibid.*

<sup>392</sup> BEKMEZIAN H., *Triple A : du catastrophisme à la résignation*, *Le Monde*, 16 décembre 2011.

<sup>393</sup> *Ibid.*

sauvegarde du triple A est alors présentée comme un enjeu majeur et essentiel à la bonne santé de la France. Mais lorsque des menaces de dégradation sont lancées par *S&P* en décembre 2011, le discours au sein de la majorité alors en place se modifie, notamment en relativisant l'importance à accorder aux notations et notamment à la sauvegarde du triple A. François Fillon, alors Premier Ministre explique ainsi que « les marchés et les agences de notation ont leur logique. Ils sont dans l'immédiat, dans l'instantané. Mais ce qui importe, ce n'est pas leur jugement d'un jour, c'est la trajectoire politiquement structurée et budgétairement rigoureuse que l'Europe, que la France, ont décidé d'adopter »<sup>394</sup>. Une fois la perte du triple A actée, François Hollande, alors candidat à la présidence de la République française, va l'utiliser comme argument politique en affirmant que « Nicolas Sarkozy avait fait de la conservation du triple A un objectif de sa politique et même une obligation pour son gouvernement. C'est ainsi qu'avaient été justifiés pas moins de deux plans de rigueur en quatre mois. Cette bataille, et je le regrette, a été perdue »<sup>395</sup>. Cet épisode illustre parfaitement l'utilisation de la notation comme instrument politique par certains dirigeants. Afin d'éviter l'instrumentalisation ou une trop grande implication politique des agences de notation, la création d'une agence publique internationale pourrait-elle être alors la solution ?

### B) Une agence publique de notation internationale ?

La création d'une agence de notation internationale comme évoqué parfois est-elle la meilleure solution pour éviter une utilisation politique des agences ? Cette agence internationale serait par définition apatride et se situerait par conséquent au-dessus des considérations politiques nationales. Son fonctionnement pourrait être similaire au fonctionnement des agences privées d'aujourd'hui mais sans considérer le profit comme seul objectif. Ainsi, les analystes de cette agence pourraient suivre deux ou trois fois moins de dossiers que dans les agences du secteur privé afin de les traiter au mieux et les budgets de formation et de recrutement seraient plus importants, pour assurer un haut degré de compétence. Deux types d'organisation sont possibles : La première consisterait en la création d'une agence ayant la même action que celle des agences actuelles, c'est-à-dire la notation de l'ensemble des titres circulant sur les marchés financiers. La deuxième solution serait, à l'image d'une société mère avec des succursales partout dans le monde, d'établir des agences de notation publiques au niveau des États ou des régions et une agence internationale publique qui aurait pour mandat d'agrèger les données et les notes données par les entités nationales ou régionales. Mais que ce soit l'une ou l'autre solution, leur mise en place

---

<sup>394</sup> *Ibid.*

<sup>395</sup> *Fillon, après la dégradation, la confrontation*, Libération, 14 janvier 2012.

souleverait un certain nombre de difficultés.

Créer une seule et unique agence internationale est quasiment impossible à mettre en œuvre. En effet, même si créer cette agence *ex nihilo* est possible en fournissant un travail considérable et en patientant plusieurs dizaines d'années pour que l'agence acquière une expérience suffisante afin de pouvoir évaluer correctement l'ensemble des marchés financiers de la planète, elle se heurterait tout de même à un certain nombre de problèmes, le premier étant celui de son financement. Il faudrait évaluer la participation de chaque État ou région en fonction du nombre de titres qu'il émet, de sociétés notées immatriculées en son sein, etc. Une telle répartition paraît très difficile à réaliser, d'autant que les États ayant de mauvaises notations accepteraient certainement difficilement de financer cette agence. De plus, il faudrait que l'ensemble des acteurs internationaux soient d'accord sur le processus de notation, sur les critères d'évaluation, sur les différents critères de fonctionnement de l'agence, etc. Surmonter ces contraintes n'est certes pas utopique, mais n'en est tout de même pas loin.

Quant à la création d'agences nationales ou régionales soumises à l'autorité d'une agence internationale, les obstacles sont également nombreux. Tout d'abord, il faudrait que le grand nombre d'agences créées respectent toutes les standards établis, notamment au niveau des méthodologies de notation, pour obtenir une notation égalitaire et de qualité. Ensuite, cette approche est exposée à la théorie du « passager clandestin »<sup>396</sup>. Effectivement, un État ou une région seraient enclins à ne pas créer d'agence locale ou créer une agence sans se préoccuper de la méthodologie utilisée et donc de la qualité des notations ; en effet, les notations de l'agence internationale étant des biens publics, chaque pays ou région pourrait y accéder. Se pose enfin le problème du financement, dans ce domaine le risque d'exposition à cette théorie du « passager clandestin » est également élevé et certains gouvernements pourraient ne pas payer ou retarder leur contribution au budget de l'organisme. « La solution au problème du freeriding serait d'aller contre l'esprit même de la notion de bien public, à savoir de ne pas divulguer les notations de l'agence internationale aux pays qui agiraient comme des passagers clandestins et d'interdire aux autres États membres de les rendre publiques (pour ne pas qu'il y ait de fuite et que les passagers clandestins puissent avoir accès aux notes malgré tout) »<sup>397</sup>.

Se pose également la problématique de la direction de cette agence publique internationale. Deux solutions sont possibles : soit l'agence est créée *ex nihilo*, dans ce cas il est possible d'envisager un

---

<sup>396</sup> La théorie du « passager clandestin » ou « free-rider » a été formulée par l'économiste suédois Knut Wicksell et modélisé par le socio-économiste américain Mancur Olson. Elle désigne en économie le comportement d'une personne ou d'une entité qui obtient et /ou profite d'un avantage sans avoir fait autant d'effort que les autres membres du groupe ou sans s'acquitter de sa juste quote-part ou du droit d'usage prévu.

<sup>397</sup> LABRECQUE S., *Les agences de notation dans la gouvernance financière internationale : quelle régulation ?*, Université d'Ottawa, École supérieure d'affaires publiques et internationales, 20 juin 2014, p. 35.

partage des rôles entre les différents participants, mais des luttes de pouvoirs et d'influence apparaîtront entre pays plus ou moins puissants. Soit l'agence est rattachée à une organisation internationale déjà existante. « Susan Schroeder de l'Université de Sydney propose que ladite agence soit créée au sein du Département des affaires économiques et sociales des Nations Unies en raison notamment de l'expertise de l'organisme dans la « international community engagement, construction of international policy, and dissemination of research »<sup>398</sup>. L'agence publique de notation internationale pourrait également faire partie de la BRI, s'agenceant ainsi aux accords de Bâle. Cependant, à l'instar de l'OICV, la BRI serait confrontée au manque éventuel de compétence de ses membres qui sont en premier lieu des régulateurs (ce qui nécessiterait donc l'embauche de salariés compétents, et donc une augmentation de son budget) ainsi qu'à l'absence de ressources nécessaires pour élaborer et gérer une agence de notation internationale. Une telle agence pourrait, de même, potentiellement se développer au sein du CSF mais le budget et les ressources de cette organisation nécessiteraient une augmentation conséquente pour rendre le projet possible<sup>399</sup>.

L'agence publique devant être supranationale, ou détenue par des capitaux publics supranationaux, il semble donc que la Banque mondiale, à travers la Société Financière Internationale, soit la solution la plus pertinente. Cette organisation, même si sa priorité est aujourd'hui l'aide au développement, possède les compétences techniques et, éventuellement, les ressources financières pour mener à bien ce projet.

Cependant, une fois ces problèmes résolus, il n'existe aucune certitude quant au rôle que peuvent jouer les politiques de chaque État. Ainsi, il faudrait d'une part que les participants à cette agence se mettent d'accord sur les méthodologies et les indicateurs à utiliser pour définir les notations. Dans ce domaine, comme vu précédemment, les points de vue entre pays développés et pays en développement risquent d'être difficiles à concilier. D'autre part, dans le cas d'une mauvaise note et de ses conséquences, aucun dirigeant politique ne prendra le risque auprès de ses concitoyens de justifier une quelconque participation à une agence de notation préjudiciable.

La création d'une agence publique de notation internationale pourrait s'inscrire dans un processus positif. Mais dans la réalité des faits, sa mise en place semble très compliquée et soulève bon nombre de problèmes. Ainsi, pour Anouar Hassoune et Alexandre Medvedowsky, « Seul un acteur public n'a pas d'exigence excessive au regard de la rémunération des fonds propres. Pour autant, les États sont des entités trop marquées idéologiquement »<sup>400</sup>. Etienne De Callatay explique également que « [...], *Quis custodiet ipsos custodes*, à comprendre comme « qui surveillera les surveillants ? ».

<sup>398</sup> *Ibid.*

<sup>399</sup> *Ibid.*, p. 36.

<sup>400</sup> HASSOUNE A., MEDVEDOWSKY A., « Pour une agence publique de notation », *La Tribune*, 18 octobre 2011.

Il est alors préférable que l'autorité régule les agences de notation plutôt que de substituer à elles. »<sup>401</sup>.

La politisation des agences de notation financière paraît donc évidente. Même si les agences ne semblent pas jouer un réel rôle politique, la récupération politique, par les États ou les politiciens, est un phénomène récurrent. La mise en place d'une régulation internationale dans ce cadre est donc difficilement envisageable, et la solution la plus adaptée à ce projet apparaît être la création d'une agence publique internationale. Cependant, cette solution présente également un inconvénient, celui de la difficulté de répondre à la fois aux exigences des pays développés et des pays en développement.

## **Paragraphe II : Les exigences des pays développement**

Les liens unissant les agences de notation au développement sont considérables. Elles ont en effet un impact considérable sur les États en développement (A), ce qui se traduit par une volonté des BRICS de développer leurs propres agences (B).

### **A) L'importance de la notation dans les pays en développement**

L'exemple africain fournit une bonne illustration du lien entre agences de notation et développement (1). Ce lien explique l'impact important de la notation sur les États en développement (2). Il est cependant nécessaire d'expliquer que des agences locales pourraient parfois être plus bénéfiques que les grandes agences internationales (3).

#### *1) Un lien concret entre agences de notation et développement*

Les agences de notation, bien que pouvant paraître éloignées de la problématique du développement constituent en réalité un acteur important de celui-ci. Le lien entre agences et développement est un lien concret. « Les notes aident les entreprises et les gouvernements à lever des fonds directement sur les marchés de capitaux par l'émission de dette, au lieu de chercher à

---

<sup>401</sup> COLMANT B., DE CALLATAY E., DIEUX X.,... [ et al.], *Les agences de notation financière : Entre marchés et États*, Larcier, 2013, p. 50.

emprunter auprès d'une banque ou d'un bailleur de fonds, par exemple »<sup>402</sup>. Cela est confirmé dans un rapport du FMI expliquant qu'« elles permettent ainsi aux emprunteurs d'accéder aux marchés mondiaux et nationaux et d'attirer des fonds d'investissement, ajoutant ainsi de la liquidité à des marchés qui autrement seraient illiquides »<sup>403</sup>. De plus, les risques pour les investisseurs dans un pays en développement sont réels et plus importants que dans les pays développés ; ils vont donc chercher à se renseigner au mieux afin d'assurer la sécurité de leurs investissements. Les agences de notation évaluant les risques et la sécurité des investissements, et les acteurs financiers leur faisant confiance, il est facile dès lors de comprendre l'impact et le rôle que peuvent avoir ces agences sur les pays en développement, aussi bien sur leurs entreprises en leur permettant d'accéder aux marchés financiers internationaux et d'y emprunter mais également sur la capacité de ces pays à attirer les investisseurs. Dans de nombreux pays en développement, les risques évalués par les agences et encourus par les investisseurs peuvent se ranger en trois catégories. Le premier risque est commun à tous les États, il s'agit du risque économique, c'est-à-dire tout simplement la rentabilité d'un investissement. Le second risque est plus spécifique aux pays en développement bien que pouvant exister dans les pays développés, il s'agit du risque politique. Ce risque se traduit par une situation politique instable comme de nombreux coups d'États ou des décisions politiques telles que des nationalisations ayant pour conséquence une situation peu sûre pour d'éventuels investissements. Le dernier risque est juridique et concerne l'instabilité du cadre législatif et réglementaire applicable aux entreprises. Cependant, pour la plupart des pays en développement, d'autres critères de notation sont aussi pris en compte. Ainsi, l'agence de notation *Fitch* va souligner que même si la stabilité politique demeure un élément clé de la notation des États africains, ce qui soutient par exemple la notation du Cap vert et du Ghana et fait chuter la note du Kenya ou du Nigeria, elle prend aussi en compte d'autres critères moins évidents tels que les fonds envoyés par les travailleurs immigrés dans leur pays d'origine.

Ces dernières années, les gouvernements africains et les autorités financières ont la volonté de renforcer les marchés financiers afin de financer l'économie, le but étant d'augmenter le financement par les marchés de capitaux à au moins 50 % des prêts bancaires à moyen et long termes, comparé à un niveau de 12 % en 2014. Pour cela, « l'Union économique et monétaire ouest-africaine et le Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers autorisent et contrôlent les agences de notation opérant dans la zone conformément à la réglementation qu'il a

---

<sup>402</sup> RALEIGH P., « L'Afrique notée : le rôle de la notation dans le développement des marchés financiers africains », *Revue d'économie financière*, n°116, avril 2014, p. 233.

<sup>403</sup> FMI, *Global financial stability report, chapitre 3 : the uses ad abuses of sovereign credit ratings*, octobre 2010, p. 85. Traduction de l'auteur.

émise en 2009 »<sup>404</sup>.

A la vue de l'impact des agences de notation sur les possibilités de développement des pays en développement, il convient de s'interroger sur leur rôle mais aussi sur les différents moyens à mettre en œuvre par celles-ci afin de participer de manière productive et efficace au développement de ces pays. Pour cela il existe de nombreuses pistes de réflexion, notamment au niveau des États eux-mêmes.

## 2) *L'impact de la notation sur les États en développement*

Tout d'abord, la notation d'un État en développement va lui permettre d'accéder aux marchés financiers internationaux. Ainsi Mme Kaba Nialé, Ministre auprès du Premier ministre chargée de l'économie et des finances de Côte d'Ivoire, affirme « déjà en 2014, à la faveur du lancement de son premier Eurobond, la Côte d'Ivoire avait sollicité et obtenu la notation des Agences *Moody's* et *Fitch Ratings* qui lui avaient respectivement attribué les notes B1 et B+ avec perspective positive. Cette notation avait permis à la Côte d'Ivoire de mobiliser sur les marchés internationaux 750 millions de dollars US en 2014 et 1 milliard de dollar US en février 2015 »<sup>405</sup>.

Pour les États en développement, la notation des agences va avoir un important impact sur leur politique économique. En effet, la crainte de voir sa note dégradée et les conséquences qui en découlent peuvent engendrer la mise en place de politiques « libérales », politiques prônées par les agences pour une bonne notation et favorables aux investissements étrangers, par opposition à des politiques dites « nationalistes » illustrées par des nationalisations ou des expropriations forcées d'entreprises étrangères. Il n'est pas certain que la mise en place de politiques libérales soit la plus propice au développement, cependant ce critère d'ouverture aux échanges et au libre commerce est bien (trop) souvent une condition *sine qua non* d'une bonne notation. L'une des premières pistes de réflexion consisterait donc en un changement de politique des agences, acceptant de bien noter des États ayant non pas des politiques « nationalistes » mais relativement protectionnistes. C'est notamment ce genre de politique qui est prôné dans le dernier rapport de la Conférence des Nations-Unies pour le Commerce et le Développement (CNUCED)<sup>406</sup>. La CNUCED affirme ainsi que « pour de nombreux pays en développement, le financement du développement passe par la hausse des recettes publiques tirées de la rente issue de l'exploitation des ressources naturelles – en particulier par les entreprises du secteur extractif ». Toujours selon le rapport, les avantages fiscaux

<sup>404</sup> RALEIGH P., *op. cit.*, p. 237.

<sup>405</sup> KRA R., « Bonne Gouvernance/ Révision à la hausse de la notation de la Côte d'Ivoire par l'agence Moody's : la ministre Kaba Nialé explique les enjeux pour le pays », *Abidjan.net*, 14 novembre 2015.

<sup>406</sup> Édition 2014 du rapport annuel de la CNUCED intitulé « Rapport sur le commerce et le développement ».

accordés aux entreprises étrangères afin qu'elles investissent sur le territoire ont entraîné « une perte très significative de ressources publiques ». Cependant cette politique visant à stopper les conditions fiscales attractives pour les investisseurs et à mettre en place des taxes dont les retombées économiques correspondraient à d'importantes ressources financières constitue une politique allant à l'inverse de la politique menée par les agences de notation pour avoir une bonne note ; il conviendrait donc, dans la mesure du possible, de changer cela afin d'aider à l'accroissement des pays en développement.

Pourquoi ne pas envisager alors, pour la notation d'État, un principe de responsabilités communes mais différenciées applicable à la notation des pays en développement. Ainsi, l'article 4 alinéa 3 de la Déclaration de Rio est tout à fait applicable aux agences de notation. Celui-ci dispose que les pays développés devront fournir des ressources financières nouvelles et additionnelles pour couvrir la totalité des coûts convenus encourus par les pays en voie de développement. Cela est parfaitement applicable en matière de notation à travers le financement de la notation des États en développement et cela a d'ailleurs déjà été essayé. L'exemple le plus parlant de cette situation est le programme de notation des pays africains, programme précurseur en matière d'aide à la notation des États en développement. En 2002, Walter Kansteiner<sup>407</sup> affirmait que « L'Afrique du XXI<sup>e</sup> siècle doit se tourner vers les marchés de capitaux pour financer son développement »<sup>408</sup>. Ainsi, les États-Unis dans le cadre de ce programme ont financé la notation de 10 pays africains par *Fitch* avec cependant le coût de la réévaluation annuelle de la note à la charge des États<sup>409</sup>. Dans le même mouvement, le Programme des Nations-Unies pour le développement a pris en charge en mai 2002 la notation de sept autres États africains par *S&P* (Mali, Bénin, Burkina Faso, Ghana, Madagascar, Mozambique et Cameroun). Cependant, les résultats de cette initiative ne sont aujourd'hui pas des plus probants puisque le nombre d'États africains notés par les agences n'a que peu augmenté et nombre de pays faisant parti de ce programme ne sont en 2015 plus notés. Ainsi, *S&P* note aujourd'hui 20 pays africains (Afrique du Sud, Angola, Botswana, Burkina Faso, Cameroun, Cap vert, Congo (Brazzaville), République démocratique du Congo, Egypte, Ethiopie, Gabon, Ghana, Kenya, Maroc, Mozambique, Nigéria, Rwanda, Sénégal, Ouganda, Zambie)<sup>410</sup> dont seulement 3 du Programme des Nations-Unies pour le développement. Cependant, c'est grâce à ce genre d'actions, si tant est qu'elles pouvaient être pérennes, que les agences de notation serviront au développement des pays en développement en leur permettant d'accéder aux marchés financiers. Cependant, il

<sup>407</sup> Entre 2001 et 2003, Walter Kansteiner était le secrétaire d'état adjoint américain pour les affaires africaines.

<sup>408</sup> TE-LESSIA J., « Stanislas Zézé : « L'actif le plus précieux d'une agence de notation, c'est sa crédibilité » », *Jeune Afrique*, 5 février 2014.

<sup>409</sup> *Ibid.*

<sup>410</sup> Source : site internet de *Standard & Poor's rating services*.

serait bien de voir des initiatives en provenance des agences elles-mêmes, et non à travers d'initiatives étatiques ou d'organisations internationales. Il serait également bien de voir se développer la notation par des agences locales ou régionales.

### 3) *La solution des agences locales*

Une agence locale pourrait être définie comme une agence localisée dans un pays et exerçant son activité dans ce même pays. La problématique des agences locales ou régionales réside dans le fait qu'elles connaissent une forme de « rejet » de la part des États en développement qui préfèrent être notés par les agences « occidentales » du fait de leur réputation. Ce rejet n'est cependant pas fondé, la plupart des grandes agences internationales n'ayant pas de bureaux dans les pays en développement, les agences locales sont plus à même de suivre l'évolution des risques de manière permanente. De plus la notation par une agence locale pourrait servir de base aux agences internationales comme ce fut le cas pour l'Afrique du Sud qui a d'abord été notée par une agence locale (*Global credit rating*) et ensuite par une agence internationale (*S&P*). Pour les entreprises des pays en développement, l'idée d'agences locales semble être une solution adéquate. Les petites entreprises des pays en développement ne peuvent que très rarement payer le coût élevé d'une notation par des agences internationales. Dès lors, des agences locales, dont le coût est moins élevé permettraient à ces entreprises d'accéder à la notation. De plus, et comme le souligne Stanislas Zézé, PDG de l'agence de notation financière *Bloomfield Investment*<sup>411</sup>, les évaluations faites par des agences locales se font en monnaie locale, ce qui permet d'établir « la vraie valeur intrinsèque de la qualité de crédit de l'entreprise, du pays ou de la collectivité locale »<sup>412</sup>. Effectivement, mêmes si certaines entreprises des pays en développement ont vocation à toucher le marché international, elles restent minoritaires et ne sont pas celles qui ont le plus besoin des agences pour se développer. Ainsi, la plupart des entreprises ou collectivités locales des pays en développement n'ont pas forcément besoin d'une évaluation en dollars USD puisque leurs activités se déroulent principalement sur les marchés locaux, avec des échanges en monnaie locale, la conversion en dollars n'étant donc pas nécessaire d'autant plus qu'elle fait perdre de la valeur aux entités notées en fonction des cours de la monnaie. « La deuxième chose c'est que nous vivons dans le même environnement que les entités notées, donc nous maîtrisons mieux les risques socio-politiques et

---

<sup>411</sup> L'agence de notation financière Bloomfield Investment est une des seules 3 agences de notation africaines et la seule ivoirienne, elle s'est notamment distinguée pour sa volonté de participer au développement des pays en développement.

<sup>412</sup> TE-LESSIA J., *op. cit.*

culturels »<sup>413</sup>. Cette argumentation, bien que largement recevable en partant du principe que les agences locales, implantées et originaires du pays, sont peut-être plus promptes à évaluer des chiffres qui ne parlent pas d'eux-mêmes, reste cependant à nuancer puisque les agences internationales prennent elles aussi en compte ces risques et savent les évaluer, d'autant plus que l'argument de l'ancienneté et donc l'expérience peut venir s'y ajouter. L'idée d'un partenariat entre agences locales et internationales pourrait dès lors être une piste intéressante, les premières apportant leurs connaissances de l'environnement des pays en développement, les secondes leur savoir-faire et leur expérience, et cela d'autant plus que la difficulté pour les agences locales est celle de leur légitimité. Il existe un débat aujourd'hui, notamment en Afrique, sur la qualité des données, qu'il s'agisse de celles fournies par les États ou de celles fournies par les entreprises. Afin de garantir une notation correcte et légitime, il est nécessaire pour les agences des pays en développement de se protéger quant à la fiabilité des données qui leur sont transmises comme peuvent le faire les grandes agences internationales. Ainsi, Monsieur Zézé affirme : « on ne procède à la notation que des entreprises qui ont des états financiers audités par des cabinets agréés par l'État. C'est un premier filtre, parce que ces cabinets engagent leur responsabilité pénale dans la certification des comptes. Le deuxième filtrage, c'est que nous faisons une série d'entretiens avec les dirigeants des entreprises pendant le processus de notation financière et essayons de recouper des informations extérieures. Enfin, nous essayons par des procédés que nous avons mis en place de savoir s'il y a des divergences entre les données que nous obtenons »<sup>414</sup>. Ce genre d'initiative permettra aux agences de notation locales de se développer en prouvant leur sérieux et leur volonté de s'installer durablement en s'appuyant sur une forte légitimité. Mais là encore, l'aide des agences internationales ne serait que bénéfique.

Que ce soit par le biais des agences locales ou internationales, il est donc évident que la notation a un rôle important à jouer dans l'aide au développement. Certains considèrent cependant que le système de notation mis en place par les agences internationales ne leur est pas bénéfique, ils ont donc décidé de créer leurs propres agences.

---

<sup>413</sup> *Ibid.*

<sup>414</sup> *Ibid.*

## B) Les initiatives des BRICS

Les BRICS, (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) représentent près de 46% de la population sur la planète et 20% du Produit Intérieur Brut (PIB) mondial. Ils affirment cependant que les méthodes de notation employées par les grandes agences de notation internationales ne leur sont pas favorables. Dès lors, ils ont décidé de développer leurs propres agences, que ce soit dans le cadre d'un projet commun (1), ou par des initiatives individuelles (2).

### *1) Le projet d'une agence de notation financière commune*

Contrôler les agences de notation par voie législative est parfois compliqué lorsque le monopole américain est aussi important. Les BRICS ont donc tout récemment décidé de mettre en place une agence de notation dédiée aux pays émergents. Ce n'est pas la première fois qu'ils prennent une initiative commune en matière économique. A l'été 2015, ils ont déjà créé une banque commune de développement (la nouvelle banque de développement) dotée d'un capital de 100 milliards d'euros et destinée à concurrencer donc la Banque mondiale. La décision de créer une agence peut s'expliquer par le fait que les BRICS ont besoin d'une notation pour cette nouvelle banque de développement. « Sans un « triple A », il est en effet difficile d'espérer lever de l'argent sur les marchés à des taux avantageux. Mais aucun des cinq pays qui se partagent son contrôle ne détient le précieux sésame... »<sup>415</sup>. Mais elle s'explique principalement par le fait que les BRICS s'estiment lésés par les grandes agences mondiales. Selon eux, les notations des agences du *Big Three* notamment ne reflètent pas la réalité. Elles utilisent un système favorisant l'hégémonie des pays occidentaux et défavorable aux économies émergentes, « le grand défi, c'est le point de vue que les agences de notation internationales adoptent lorsqu'elles se penchent sur les pays en développement (...) Personne ne dialogue avec ces agences. Nos pays doivent considérer cela comme une question primordiale », a ainsi affirmé l'indien K.V. Kamath, l'un des artisans de cette nouvelle agence de notation, lors du sommet de Benaulim les 15 et 16 octobre 2016. L'Inde par exemple connaît un taux de croissance depuis trois ans avoisinant les 7%, cependant elle est notée BBB- (note la plus basse en catégorie « investissement ») par *S&P* et *Moody's*. Jacob Zuma, président Sud-Africain, a également affirmé devant le parlement de son pays que « les BRICS pensent qu'ils ont besoin d'une agence de notation qui fera évoluer leur économie avec la compréhension et la philosophie de ces pays quant à la façon dont leur économie devrait être. C'est

---

<sup>415</sup> DE VERGES M., « Les BRICS réclament leur agence de notation », *Le monde*, 17 octobre 2016.

précisément la raison pour laquelle ils ont décidé de s'évaluer eux-mêmes, ainsi que d'autres pays, de manière à ce qu'une vision complètement équilibrée soit prise en compte lors de la notation »<sup>416</sup>. Les grands contours de cette nouvelle agence sont connus. L'une des principales caractéristiques de celle-ci est qu'elle fonctionnerait via le modèle investisseurs-payeurs et non émetteurs-payeurs. K.V. Kamath a ainsi affirmé que « ce que nous disons, c'est un passage du modèle de l'émetteur-payeur à celui d'investisseur-payeur. Il y a un risque moral dans le modèle de notation actuel. Il y a un problème d'éthique. Avant les années 1970, les notations étaient financées par les investisseurs et non par les émetteurs. Nous pensons qu'il y a de la place pour que le modèle de notation passe au modèle précédent suivi ». Concernant l'aspect juridique de cette nouvelle entité, la question des lois applicables se pose. Les BRICS ne semblent ainsi pas vouloir que ce soient les lois du pays dans lequel l'agence est basée qui soient appliquées. Ils s'orientent ainsi vers une « mixité juridique », « C'est un défi. Si elle est basée dans un des cinq pays, alors est-ce que les lois de ce pays s'appliqueront ? De notre point de vue, la solution devrait être quelque part sur ces cinq pays ou elle pourrait même avoir un siège social virtuel. »<sup>417</sup> a affirmé K.V. Kamath.

Mais cette agence de notation soulève néanmoins des interrogations. La première d'entre elles concerne les conflits d'intérêt potentiels. En effet, cette nouvelle agence de notation serait entièrement créée par les BRICS eux-mêmes avec pour objectif de servir leurs intérêts, servir leurs économies. Se pose alors la question de l'indépendance, de l'objectivité et de la crédibilité de cette agence. La deuxième interrogation correspond à la place qu'elle pourrait occuper. Effectivement, comme évoqué précédemment, le marché de la notation est un marché extrêmement fermé, dans laquelle l'historique et la réputation occupent une place fondamentale. Il faudrait donc à cette nouvelle agence plusieurs années et sûrement plusieurs décennies avant de pouvoir commencer à concurrencer les grandes agences auprès des investisseurs.

Dans tous les cas, les BRICS restent lucides sur la difficulté de réaliser un tel projet et n'ont fixé aucun calendrier ; « Les dirigeants étaient vraiment convaincus mais nous ne pouvions pas signer d'accord formel dès maintenant car il faut que des experts examinent tout cela plus attentivement », a résumé Amar Sinha, haut responsable chargé des relations économiques au ministère indien des affaires étrangères »<sup>418</sup>. En attendant, certains États membres du groupe ont donc créé eux-mêmes leur agence de notation.

---

<sup>416</sup> DZIMWASHA T., « We'll create our own credit ratings agency, Zuma says », *African business*, 25 octobre 2016. Traduction de l'auteur.

<sup>417</sup> Traduction de l'auteur.

<sup>418</sup> DE VERGES M., *op. cit.*

## 2) *Les initiatives de la Russie et de la Chine*

Certains États, et notamment la Russie et la Chine, ont décidé de créer leur propre agence de notation. Ainsi, une agence de notation financière russe a vu le jour en 2015 (a) alors qu'une agence chinoise existe depuis plus longtemps (b). Cette ancienneté et des méthodes nouvelles permettent d'ailleurs à cette dernière de s'affirmer de plus en plus sur la scène internationale (c).

### a) L'agence de notation financière russe

La Russie a décidé il y a peu de créer sa propre agence de notation. Celle-ci est dénommée *ACRA* pour *Analytical Credit Rating Agency*. Cette décision a été prise à la suite des sanctions financières décidées par les États-Unis à l'encontre de la Russie mais également à la suite de l'abaissement de la note russe par *S&P* en catégorie spéculative début 2015. Cette dernière action a été vue par Moscou comme une décision politique, le porte-parole du Kremlin Dimitri Peskov affirmant que « cette décision est orientée et ne reflète pas la situation réelle ». Vassili Nebenzia, Vice-ministre des Affaires étrangères affirmant quant à lui qu'« elle a été prise non pas sur suggestion, mais sur ordre direct de Washington. Cela correspond à une nouvelle vague d'hystérie anti-russe ». *S&P* a justifié cette décision par les mauvaises perspectives de croissance de l'économie russe ainsi que la dégradation de ses marges de manœuvre. Selon l'agence de notation, « l'économie russe est en récession, minée par la chute de 50 % du prix du pétrole. Son inflation devrait dépasser 10 % en 2015 tandis que la croissance devrait avoisiner 0,5 % seulement par an sur la période 2015-2018, contre 2,4 % en moyenne sur les quatre années précédentes »<sup>419</sup>. A la suite de ces décisions, le gouvernement russe a, à travers une loi, exigé des filiales des agences de notation présentes sur son territoire, de prendre comme superviseur la Banque centrale russe et de se soumettre à ses règles. La conséquence en a été que *Moody's* et *Fitch* ont fermé leurs filiales. Certains diront que cela a laissé la place à *ACRA*... Dans tous les cas cette agence est bien réelle et pour garantir son indépendance, elle s'est dotée d'un code éthique et d'un capital très éclaté. Celui-ci est de 44 millions de dollars et est fourni par plusieurs sociétés russes, privées ou non. Même si, comme l'a affirmé Ekaterina Trofimova, directrice générale de *ACRA*, l'objectif de cette agence n'est pas de concurrencer les grandes agences internationales, elle représente une réelle volonté de bouleverser le système de notation actuel. Une autre agence, plus ancienne mais en provenance elle aussi d'un pays considéré comme émergent, tente de s'imposer sur ce marché, il s'agit de l'agence

---

<sup>419</sup> QUENELLE B., « Standard and Poor's inflige un coup dur au plan anticrise de Moscou », *Les Échos*, 28 janvier 2015.

chinoise *Dagong*.

b) L'agence de notation financière chinoise

*Dagong Global Credit Rating Co., Ltd* a été créée en 1994 par Guan Jianzhong. Cette agence d'origine chinoise s'est notamment illustrée par ses analyses pertinentes du risque de faillite des États et a su anticiper la crise de la dette souveraine en 2010 quand les trois grandes agences ne l'ont fait qu'en 2011, soit après le début de la crise. *Dagong* se distingue aussi à travers ses notations souveraines. Elle a été la première agence à dégrader la note des États-Unis en 2010, « *It is also the first agency to downgrade the U.S. credit rating* »<sup>420</sup> mais affiche aussi la volonté d'utiliser des méthodes de notation différentes en critiquant d'abord celles des autres agences, « *Dagong est la première agence de notation mondiale à étudier les théories et les méthodologies de notation américaines et à révéler leurs lacunes* »<sup>421</sup> et en affirmant, selon les propos de l'ancien Président chinois Hu Jintao, sa volonté de mettre en place « une méthode objective, et uniforme pour évaluer les risques souverains ». Cette volonté est appuyée par Guan Jianzhong, expliquant que « la croissance économique et leurs recettes fiscales sont insuffisantes face à la croissance de leur dette [celle des pays européens]. La cause de la crise financière mondiale et de la crise de la dette en Europe provient de ce que le système actuel de notation international ne prend pas suffisamment en compte la capacité de remboursement des États ». Cette agence a d'ailleurs l'ambition que sa méthode soit reconnue par la communauté internationale « elle est devenue une nouvelle puissance de notation avec une grande influence internationale et une puissance majeure dans l'établissement d'un nouveau système international de notation de crédit »<sup>422</sup>. Cependant, même si *Dagong* est la première agence de notation entièrement chinoise, elle reste derrière *CCXI* (co-détenue par *Moody's*) et *China Lianhe Credit Rating Co.* (co-détenue par *Fitch*) sur son marché intérieur<sup>423</sup>. Le poids de plus en plus affirmé et reconnu de cette agence sur la notation internationale<sup>424</sup> pousse à s'interroger sur sa capacité à influencer les règles internationales.

---

<sup>420</sup> <http://en.dagongcredit.com/about/aboutDagong.html>

<sup>421</sup> *Ibid.* Traduction de l'auteur.

<sup>422</sup> *Ibid.* Traduction de l'auteur.

<sup>423</sup> ARTUS P., « L'agence de rating chinoise (Dagong) a-t-elle raison ? », *Flash*, n° 430, Natixis, 9 juin 2011, p. 9.

<sup>424</sup> *Ibid.*, « Comparant ces pays (pays de l'étude) à ceux notés AAA par Dagong en ce qui concerne la situation des finances publiques et la croissance potentielle, nous ne pouvons que donner raison à Dagong par rapport aux 3 grandes agences de rating ».

c) L'influence de l'agence chinoise sur la notation internationale

Avant d'étudier l'impact éventuel de cette agence sur la réglementation internationale, il est d'abord nécessaire d'étudier la réglementation nationale. Ainsi, il n'existait pas en Chine d'autorité unique de supervision et le contrôle de l'activité de notation se faisait à travers plusieurs institutions. *Dagong* a par conséquent dû obtenir l'autorisation de la Banque populaire de Chine pour la notation des *financial bonds*, du papier commercial et des *medium-term notes* ; l'autorisation de la China Securities Regulatory Commission pour la notation des *corporate bonds* et enfin de la National Development and Reform Commission pour la notation des *entreprises bonds*. Dans une logique de simplification et d'amélioration de la régulation, cette multitude d'autorités de supervision a conduit le Conseil des Affaires d'État à désigner en 2011 la Banque Populaire de Chine comme l'autorité de référence pour la supervision des agences de notation.

Au niveau international, *Dagong* ne fait pas exception puisque son code de conduite est directement inspiré du Code de bonne conduite publié par l'OICV. Par contre, elle se distingue de par son système de notation. En effet, « *Dagong* surpondère les critères de dette publique et de croissance du PIB, c'est pourquoi elle note très bien les grands pays émergents, les BRIC - Brésil, Russie, Inde et Chine - ainsi que l'Arabie Saoudite, qui se sont désendettés au cours des années 2000 grâce à une forte croissance économique, explique Norbert Gaillard. En revanche, elle est beaucoup plus sévère à l'égard des pays industrialisés qui ont des ratings bien plus bas »<sup>425</sup>. Ainsi *Dagong* revendique une philosophie qui intègre le « potentiel de croissance des pays »<sup>426</sup>. C'est pourquoi les économies émergentes, en forte croissance, obtiennent des notes supérieures aux européennes, en stagnation<sup>427</sup>. Cette politique de notation est de manière logique soutenue par les pays émergents qui en cas de mise en place d'une réglementation internationale voudront tout faire pour la favoriser. On connaît déjà les différentes tensions entre pays en développement et pays développés sur de nombreux sujets, il est donc concevable au vu du système de notation de *Dagong* que des points de vue divergents apparaissent avec le développement de *Dagong*, notamment quant à la mise en place d'un contrôle international des agences de notation.

Ces questions de relations internationales se traduisent aussi par une acceptation différente de cette agence selon les continents. Ainsi, alors que *Dagong* a été enregistrée auprès de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers en 2013 et a reçu l'autorisation d'exercer en Europe, ce n'est

<sup>425</sup> ETCHEVERRY M., « *Dagong*, l'agence de notation chinoise boudée par les Occidentaux », *RFI.fr*, publié le 16 janvier 2012 et modifié le 28 mai 2014.

<sup>426</sup> GRESILLON G., « Le chinois *Dagong* veut jouer dans la cour des grands », *Les Échos*, 23 octobre 2012.

<sup>427</sup> VERMENOUSE M., « L'influence de *Dagong* sur la zone euro », *France Europe Puissances, Industries et souveraineté*, 17 décembre 2012.

pas le cas partout. En octobre 2010, la Sec, l'organe de contrôle et de régulation des marchés financiers américains a refusé l'accréditation de *Dagong* en tant que NRSRO expliquant que l'agence chinoise ne se conformait pas aux exigences des lois fédérales en termes de tenue de dossiers, de production et de contrôle. Cette décision a été qualifiée de « discriminatoire » par Guan Jianzhong<sup>428</sup>, qui y a vu la volonté de Washington de garantir le monopole des « Trois » sur le marché de la notation internationale. Mais paradoxalement, le patron de *Dagong* a aussi avancé l'argument du droit de regard sur les investissements chinois aux États-Unis, ce qui donne à cette affaire un caractère autrement plus politique<sup>429</sup>.

La différence entre *Dagong* et les autres agences ainsi que la politisation de chacune d'entre elles se traduit en un seul exemple, la notation de la Russie. *S&P* a placé dernièrement la note de la Russie en catégorie spéculative. Or, la dette publique russe s'élève en 2014 à 17,9% du PIB contre 95% pour la France<sup>430</sup> et son déficit budgétaire était de 0% en 2014 contre 4% pour la France<sup>431</sup>. L'agence *Dagong* a *contrario* maintient une bonne note à la Russie (A), ce qui paraît plus logique au regard des éléments précédemment cités.

Il est important de préciser enfin que *Dagong*, qui se présente comme indépendante et privée, refuse de donner toute information sur la structure de son actionnariat. Elle n'en reste pas moins liée au pouvoir politique puisque par exemple son président a été élu en janvier 2012 membre de la Conférence consultative politique du peuple chinois, l'assemblée consultative contrôlée par le Parti communiste, à laquelle sont soumis les projets de loi.

Alors que les agences de notation font parfois l'objet d'une utilisation politique, l'existence d'un seul pôle de notation et donc d'une seule vision (occidentale) est remise en cause. L'émergence d'une agence comme *Dagong* et, plus largement, la création d'agences en provenance des BRICS peut redistribuer les cartes de la notation avec toutes les conséquences que cela implique, aussi bien pour le système de notation lui-même que pour l'existence de règles de contrôle, deux visions s'opposant. La mise en place d'un accord international contraignant à l'égard des agences de notation financière est quasiment impossible. Cet accord international se heurte aux intérêts contradictoires des différents États, les tentatives d'émergence d'agences en provenance des BRICS en est l'illustration. Il se heurte également aux différentes politiques étatiques. Ainsi, certains États ont des politiques économiques libérales, d'autres ont des politiques de régulations plus soutenues.

---

<sup>428</sup> Rapport d'information du Sénat enregistré à la présidence du Sénat le 18 juin 2012 fait au nom de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation.

<sup>429</sup> ETCHEVERRY M. *op. cit.*

<sup>430</sup> Source : Eurostat – Commission Européenne, OCDE.

<sup>431</sup> *Ibid.*

Un véritable accord international sur le contrôle des agences de notation financière et la régulation de leur activité paraît donc utopique. L'autorégulation prônée par les agences n'a pas fonctionné, des évolutions sont donc nécessaires.

### **Section III : Vers un meilleur contrôle des agences de notation financière**

Les possibilités d'évolution du modèle actuel de notation sont nombreuses (Paragraphe I), certaines sont cependant plus réalistes que d'autres. Quant à l'évolution de la réglementation contrôlant les agences (Paragraphe II), la prudence est de mise, car une réglementation plus exigeante n'est pas aujourd'hui l'assurance d'un meilleur contrôle.

#### **Paragraphe I : Les évolutions possibles du système de notation**

Les différents modèles d'évolution du système actuel de notation sont nombreux. Les modèles les plus souvent évoqués (A), comme peut l'être le modèle investisseurs-payeurs, ne sont pas forcément les meilleurs. En effet, quelques modèles plus discrets (B) s'avèrent parfois plus intéressants.

##### **A) Les modèles le plus souvent évoqués**

Parmi les nombreux modèles alternatifs pouvant être proposés, le retour au modèle investisseurs-payeurs est souvent évoqué malgré ses inconvénients (1). Le modèle d'agences publiques de notation est quant à lui un modèle des plus aboutis (2).

###### *1) Les limites du modèle investisseur-payeur*

Le modèle « investisseur-payeur » est un modèle qui paraît évident. En effet, il semble normal que ce soient les utilisateurs *in fine* de la note qui rémunèrent l'agence. C'est d'ailleurs le modèle de rémunération originel des agences avant qu'il soit abandonné (a), et dans les années 70, le changement du système de rémunération n'aboutisse, sous l'influence de plusieurs phénomènes, au modèle « émetteur-payeur » (b).

a) L'abandon du modèle investisseur-payeur

Une première explication de cette évolution est l'évolution technologique et notamment le recours accru aux photocopies permettant la diffusion de l'information beaucoup plus facilement et beaucoup plus rapidement, et en particulier la diffusion de notes facturées à des investisseurs n'ayant pas payé. Les photocopies illégales ont non seulement provoqué une baisse des bénéfices des agences de notation mais aussi un déséquilibre « en défaveur des investisseurs qui paient des notes, alors que celles-ci sont désormais rendues publiques et donc disponibles gratuitement par des voies illicites »<sup>432</sup>. L'attention de plus en plus prononcée des émetteurs pour leur notation, soucieux d'attirer et de rassurer les investisseurs, explique aussi ce changement radical. En effet, la crise économique dans les années 70 se manifeste par le développement du marché obligataire et l'essor de la monnaie scripturale. Les émetteurs ont de plus en plus recours aux marchés de capitaux pour se financer et vont donc collaborer avec les agences et leur donner accès aux documents utiles permettant la notation. Les agences de notation jouent alors le rôle d'évaluateurs impartiaux et les entreprises espèrent de bonnes notations pour pouvoir se financer plus facilement et à des conditions avantageuses. Les agences justifient à ce moment-là le passage du modèle « investisseur-payeur » au modèle « émetteur-payeur » en affirmant que ceux qui profitent d'une bonne notation doivent s'acquitter des frais d'analyse. « Elles expliquent également que la complexification du système financier dans la deuxième moitié du XXe siècle induit des coûts d'analyse croissants pour les agences, que les investisseurs seuls ne sont pas prêts à supporter »<sup>433</sup>. Ce changement de système a été bénéfique à toutes les parties. En devenant clients directs des agences, les émetteurs espèrent obtenir de meilleures notations pour diminuer les coûts de financement et les agences de notation obtiennent une source de financement stable étant donné le rôle institutionnalisé qu'elles jouent désormais. Malgré les risques accrus de conflits d'intérêts, les régulateurs ont préféré penser que les agences continueraient à accorder un poids plus important à leur réputation professionnelle.

b) Le retour au modèle originel de l'investisseur-payeur

Aujourd'hui la question d'un retour au modèle originel se pose notamment dans le but de mettre fin aux soupçons de conflits d'intérêt. La majorité des professionnels du secteur se positionne en faveur de ce système et Eric Le Coz, Directeur Général Adjoint de Carmignac Gestion,

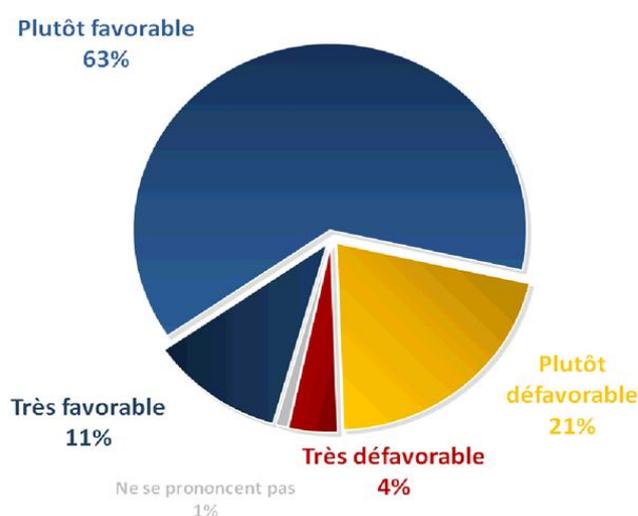
---

<sup>432</sup> COLLARD F., *op. cit.*, p. 15.

<sup>433</sup> *Ibid.*, p. 16.

estime qu'il « faudrait que les investisseurs prennent l'initiative de la notation »<sup>434</sup>. De même, Pierre de Lauzun, Directeur Général délégué de la Fédération bancaire française, considère qu'il « faudrait que celui qui utilise la notation la paye. ». Il explique d'ailleurs à propos du système actuel que « C'est comme si l'élève qui passait un examen payait ses professeurs après une tractation directe... Les résultats seraient sans doute curieux »<sup>435</sup>. L'enquête<sup>436</sup> réalisée par l'Institut Français d'Opinion Publique (IFOP) pour le Sénat français auprès des investisseurs professionnels (français) sur la confiance portée aux agences de notation va dans ce sens puisque environ 74 %, souhaitent changer de modèle.

Graphique n°1 : approbation du financement de la notation par les investisseurs plutôt que par les émetteurs<sup>437</sup>



Frédéric Micheau, Directeur adjoint du département « Opinion » de l'Institut Français d'Opinion Publique (l'IFOP)<sup>438</sup>, estime que, « en général, quand on demande aux gens de payer, ils sont plutôt défavorables. Il s'agit d'un indice important pour étayer cette attente de réforme de la part des investisseurs qui ont conscience qu'ils doivent eux aussi fournir des efforts »<sup>439</sup>. Les investisseurs ont donc conscience des limites du modèle actuel, mais ils paraissent cependant assez peu critiques

<sup>434</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 150.

<sup>435</sup> *Ibid.*

<sup>436</sup> Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences. Méthode des quotas.

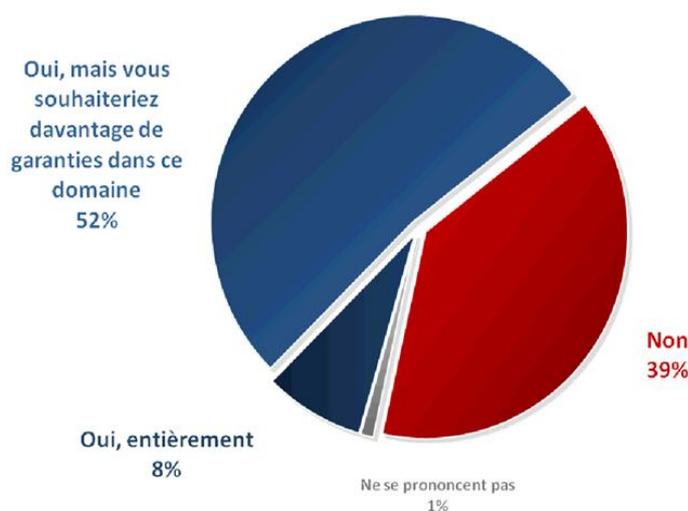
<sup>437</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 151.

<sup>438</sup> L'Institut Français d'Opinion Publique a été fondé en 1938, c'est un des principaux acteurs du marché de sondages d'opinion

<sup>439</sup> *Ibid.*

sur la gestion des conflits d'intérêts au sein des agences de notation.

*Graphique n°2 : Considérez-vous que les agences de notation gèrent leurs conflits d'intérêt de manière satisfaisante ?<sup>440</sup>*



Dans la même optique, Markus Krall, qui, au sein du cabinet de conseil Roland Berger, portait le projet de création d'une nouvelle agence de notation, explique que pour lui ce modèle est le seul valable, notamment parce qu'il crée une relation juridique entre investisseur et agence de notation permettant ainsi de faciliter l'engagement de la responsabilité civile de l'agence. Il est cependant nécessaire, selon lui, d'ajouter à ce système une obligation contraignant les investisseurs à acheter une note auprès d'une plate-forme, sans se préoccuper de l'agence, à chaque opération sur le marché primaire.

Mais le retour à un modèle « investisseur-payeur » constituerait aujourd'hui un changement très profond et aurait des inconvénients certains sur tout le marché mondial. Anouar Hassoune estime par exemple que « le modèle de l'investisseur payeur est intenable. Quand l'information est rare, elle a un prix. Aujourd'hui l'information est publique, disponible immédiatement sans aucun coût, et aucun investisseur ne veut payer. Une note communiquée confidentiellement à un investisseur aurait bientôt fait le tour de la planète ! Une fois l'information devenue un point focal [...], c'est l'émetteur qui doit la payer »<sup>441</sup>. Le modèle « investisseur-payeur » ne résout pas non plus le problème des conflits d'intérêts. Effectivement, un investisseur peut tirer profit d'une dégradation

<sup>440</sup> *Ibid.*, p. 152.

<sup>441</sup> *Ibid.*, p. 149.

ou d'une amélioration d'une note. Ainsi, si un émetteur de bonne qualité cherche à effectuer des placements obligataires, l'affaire de l'investisseur sera plus intéressante si la note est basse. Inversement, si l'investisseur veut vendre des obligations de mauvaise qualité, il aura tout intérêt à ce que leur note soit la plus élevée possible. Le risque de conflits d'intérêts est donc évident. Un réel danger pourrait aussi menacer ce système : le délit d'initié. En effet, les données confidentielles détenues par l'agence, même sous forme de notes, seront alors à la disposition exclusive des investisseurs l'ayant rémunéré. Ce problème se pose avec encore plus d'acuité si l'agence est amenée à modifier la note sur la base d'éléments nouveaux et confidentiels. Le système actuel permet d'éviter cette dérive par l'accès public aux notes. Il est également légitime de penser que le changement de système ne modifierait en rien le comportement des agences de notation même si financièrement il les favorise. Plusieurs investisseurs peuvent demander à une agence d'évaluer un seul et unique émetteur, mais le travail de notation reste le même dans le cas d'une demande par un seul investisseur. Les bénéfices réalisés atteindraient alors les 100% si une notation est demandée par d'autres investisseurs après un premier investisseur.

Enfin, il est nécessaire d'évoquer les tentatives de mise en place de ce modèle économique. La Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur (COFACE) avait par exemple décidé en 2009 de produire des notes et le modèle de rémunération retenu était celui de l'investisseur-payeur. Cette offre commerciale était proposée par abonnement aux investisseurs. Mais après le remplacement du Directeur Général de COFACE pour cause de divergences stratégiques avec le principal actionnaire (*Natixis*), il a été décidé en mai 2011 de mettre fin à cette activité sans que les résultats aient pu être connus.

Ainsi, le modèle « investisseur-payeur » reste un modèle théoriquement pertinent mais difficile à mettre en œuvre techniquement. De plus, il ne supprime pas tous les soupçons pouvant peser sur les agences de notation financière et peut même en créer de nouveaux. Un autre modèle est alors envisageable, celui des agences publiques de notation financière.

## 2) *La création d'agences publiques de notation financière ?*

Afin de mieux contrôler les agences de notation financière, peut être envisagée la création d'agences publiques. Outre la possibilité d'une agence publique internationale (voir supra), la création d'agences de notation publiques nationales (a) ou la création d'une agence européenne de notation (b), pour l'instant abandonnée, sont des hypothèses à étudier.

a) Des agences de notation publiques nationales ?

L'idée d'une agence publique nationale pourrait revêtir plusieurs formes. La première se traduirait en fait par une nationalisation : le secteur public prendrait le contrôle d'une ou plusieurs agences et les utiliserait uniquement à des fins réglementaires<sup>442</sup>. Mais dans cette hypothèse de nombreuses questions restent en suspens. Si une seule agence est nationalisée, les investisseurs (qui préfèrent la certitude) pourront continuer à utiliser les notes des agences qui n'ont pas été étatisées. Dès lors, la nationalisation serait quasiment inutile. De plus, il convient de s'interroger sur le fait que cette mesure soit « susceptible de mener les agences privées à redéployer leurs activités dans des secteurs niches non-explorés par le nouvel organisme public qui serait instauré »<sup>443</sup>. Mais la principale critique reste la difficulté de nationaliser une agence de notation. En effet, que pourrait réellement nationaliser un État autre que les États-Unis ? Les trois principales agences ont en effet leur siège social aux États-Unis ; un État pourrait donc nationaliser une succursale, mais cette privatisation n'aurait aucune influence puisque l'agence continuerait à émettre les mêmes notations à partir d'un autre pays.

En second lieu, on pourrait s'orienter vers la création *ex nihilo* d'une agence de notation publique nationale. Ainsi, « toutes les agences privées pourraient aussi être exclues des activités réglementaires et remplacées par un nouvel organisme public. Celui-ci suivrait une méthodologie de notation transparente et approuvée. Il serait rémunéré pour couvrir ses frais d'exploitation, mais, au lieu de maximiser les bénéfices, son objectif principal serait de fournir des informations exactes propres à optimiser le processus réglementaire »<sup>444</sup>. Mais là encore des problèmes existent. « La solution publique résoudrait certains problèmes liés aux conflits d'intérêts, mais en créerait sans doute d'autres [...] »<sup>445</sup>. En effet, une agence de notation publique permettrait de résoudre certains conflits d'intérêts inhérents à la notation financière exercée par le secteur privé dans le système de rémunération. Mais la notation par les États eux-mêmes, ou par une entité qu'ils contrôlent et qui leur appartient, générerait à l'évidence de nouveaux conflits d'intérêts. De plus, cette agence publique nationale devrait prouver sa crédibilité et son indépendance. « Cette solution n'échapperait pas non plus aux problèmes tels que la « capture réglementaire », la faillibilité des notes, le manque d'actualité des informations, l'aléa moral et les répercussions politiques des décisions »<sup>446</sup>. Cependant, le doute sur l'indépendance de l'agence ne doit pas signifier l'abandon de cette

---

<sup>442</sup> LABRECQUE S., *op. cit.*, p. 32.

<sup>443</sup> *Ibid.*

<sup>444</sup> GAVRAS P., *op. cit.*, p. 36.

<sup>445</sup> *Ibid.*

<sup>446</sup> *Ibid.*

hypothèse. En effet, en lui attribuant un degré d'indépendance suffisant, elle pourrait être à l'abri des pressions politiques comme peuvent l'être les Autorités Administratives Indépendantes (AAI)<sup>447</sup> en France. La création d'une agence de notation publique nationale sous forme de nationalisation est donc difficilement envisageable mais l'idée d'une agence créée *ex nihilo* est loin d'être utopique. Encore moins utopique, même si elle n'a pas abouti, est l'idée de création d'une agence européenne de notation.

#### b) Une agence européenne de notation ?

Il faut préciser que l'idée développée ici est celle d'une agence européenne publique de notation et non d'une agence privée européenne, qualification attribuée par certains à *Fitch*<sup>448</sup>, comme ce fut le cas lors de la tentative du cabinet allemand Rolland Berger Strategy Consultant. Ce cabinet avait pour objectif la création d'une agence de notation privée européenne avec pour statut celui d'une fondation privée à but non lucratif. Son capital devait être récolté auprès d'un consortium de grandes institutions bancaires européennes, un conseil académique d'universités européennes devant quant à lui veiller sur l'indépendance et la transparence de ses activités<sup>449</sup>. 300 millions d'euros devaient être nécessaires pour mener à bien ce projet. L'agence serait largement implantée en Europe, et proposerait à ses clients une méthode de notation plus transparente et laissant moins de place à la subjectivité. N'importe quel investisseur pourrait faire part de ses commentaires et observations sur la méthode de notation, ce qui permettrait de détecter plus facilement d'éventuelles erreurs. Cependant, faute de soutien financier, le cabinet *Rolland Berger* n'a pas réussi à concrétiser ce projet.

À la suite de la crise de 2007, l'idée d'une agence de notation européenne avait commencé à se développer. Cette idée avait été proposée par le chef de file des ministres des finances de la zone euro de l'époque, Jean-Claude Juncker, puis reprise fin mars 2010 par le Vice-chancelier allemand, Guido Westerwelle. Angela Merkel l'a aussi évoquée affirmant que « plus de concurrence dans ce

<sup>447</sup> Les AAI sont définies par le Conseil d'État français comme des « organismes administratifs qui agissent au nom de l'État et disposent d'un réel pouvoir, sans pour autant relever de l'autorité du gouvernement. ».

<sup>448</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 208, « Marc Ladreit de Lacharrière conteste vigoureusement l'idée qu'il n'existe pas déjà aujourd'hui d'agence européenne de notation : « je suis le Président de FitchGroup ainsi que le Président du Comité Stratégique. Je suis résident à Paris. Le "Chief Financial Officer" est français, lui aussi est basé à Paris. Le "Chief Executive Officer" (CEO), est anglais, il est basé à Londres ainsi que la division "sovereign" et son directeur. Les normes d'appréciation des États se font à partir de Londres. Quand les États de la zone euros sont notés, ce n'est pas par des américains. Est-il normal que José Manuel Barroso, Président de la Commission Européenne ose dire que "les agences de notation sont américaines" ? "Il me semble étrange que qu'il n'y ait pas une seule agence venant d'Europe" déclare-t-il avant d'accuser celles qui ont pignon sur rue d'avoir "un parti pris contre l'Europe" ! Quel est le but d'une telle désinformation ? » ».

<sup>449</sup> Roland Berger Strategy Consultants, communiqué de presse, 13 octobre 2011.

domaine ne peut pas nuire »<sup>450</sup>. Michel Barnier, le Commissaire européen au Marché intérieur, a également exprimé son souhait de créer une agence de notation européenne en déclarant « je réfléchis sans improvisation à l'idée, à la faisabilité et à la valeur ajoutée d'une agence européenne »<sup>451</sup>. Dans cette hypothèse, en 2011 des études ont été menées en vue de la création d'une agence européenne de notation<sup>452</sup> avec, en conclusion, deux propositions : la création d'une agence européenne de notation complètement financée par le budget de l'Union ou la création d'une fondation qui se financerait seulement au début par des fonds publics.

Suivant la première option, l'agence publique n'émettrait que des notations souveraines et des notations pour les institutions financières ayant une importance systémique en Europe. Ces notations seraient utilisables par tous les investisseurs, par les banques et les entités d'assurance dans le but de déterminer le capital réglementaire<sup>453</sup>. Cette agence serait dirigée par un bureau en place pour cinq ans et avec un nombre de salariés compris entre 250 et 400 personnes<sup>454</sup>. Son budget annuel est évalué entre 24.4 et 39 millions d'euros<sup>455</sup>. Une telle entité présente un avantage : les décisions prises seraient certainement mieux acceptées par les citoyens européens et les gouvernements que les décisions émanant de sociétés privées parfois soupçonnées d'opacité et de partialité. « L'agence *Moody's* a publié une note le 22 mars 2012 dans laquelle elle défend l'idée de la création d'une agence publique pour la notation du risque souverain, considérant qu'il serait légitime qu'une institution publique exprime un point de vue concurrent de celui des agences privées »<sup>456</sup>.

Quant à une agence européenne sur le modèle d'une fondation privée, la Commission a aussi envisagé cette possibilité. Elle pourrait ainsi être financée par des fonds publics les cinq premières années et ensuite par des investisseurs privés<sup>457</sup>. Elle noterait l'ensemble des titres émis et

<sup>450</sup> « Berlin veut une agence de notation européenne », *Le Monde*, 3 mai 2010.

<sup>451</sup> « Michel Barnier souhaite créer une agence de notation européenne », <http://lexpansion.lexpress.fr>, 30 avril 2010.

<sup>452</sup> Commission européenne, *Commission staff working paper impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC on coordination on laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers*, {COM(2011) 747 final} {SEC(2011) 1355 final}, 15 novembre 2011, p. 163-166.

<sup>453</sup> *Ibid.*, p. 163 : « *These independent credit risk assessments would be freely available for all investors and could be used by credit institutions or insurance entities for the purpose of determining regulatory capital* ».

<sup>454</sup> *Ibid.*, « *The agency would be headed by an independent management board appointed for a period of 5 years and would staffed by 250-400 EU officials which would perform the credit risk assessments* ».

<sup>455</sup> *Ibid.*, p. 164 : « *The new EU public rating agency would entail an annual cost of EUR 24.4-39 million [...]* ».

<sup>456</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 216.

<sup>457</sup> Commission européenne, *Commission staff working paper impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC on coordination on laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers*, *op.cit.*, p. 165 : « *Under this option, a new and independent EU public rating agency would be established as a private foundation under national law and set up by private investors, including issuers and users of*

fonctionnerait sur le modèle « investisseurs-payeurs ». Elle serait composée de 400 à 1200 analystes pour un coût annuel évalué entre 39 et 97,5 millions d'euros<sup>458</sup>. Son principal avantage est que son indépendance est garantie vis-à-vis des gouvernements. Au contraire, la création d'une agence publique européenne de notation complètement financée par l'Union européenne pourrait faire émerger des conflits d'intérêts et faire douter de la réelle objectivité des notes attribuées aux États qui la financent. C'est pour cette raison que l'économiste Jacques Delpla recommande « de créer une agence européenne non pas publique mais indépendante, sur le modèle des fondations universitaires ; ce qui, compte tenu des barrières à l'entrée, exige au départ une dotation des autorités européennes et nationales, les États s'abstenant ensuite de toute intervention »<sup>459</sup>. Cependant, aucune de ces deux propositions n'a été retenue.

Dans un rapport de 2015<sup>460</sup>, la Commission relève que « Dans la mesure où elle ne ferait que reproduire les informations existantes provenant de l'actuelle surveillance macroéconomique des États européens, on peut s'attendre à ce que son impact en termes de réduction du recours excessif aux notations de crédit externes soit limité »<sup>461</sup>. Concernant l'impact de la création d'une agence européenne sur les investisseurs, elle indique que « En tout état de cause, dans l'état actuel des choses, une évaluation européenne de la qualité de crédit n'apporterait que peu de valeur ajoutée par rapport aux informations actuellement fournies dans le cadre du régime de surveillance budgétaire et macroéconomique, en particulier au regard des coûts associés à sa mise en place »<sup>462</sup>. Quant à l'impact sur la concurrence, elle signale que « Une véritable évaluation européenne de la qualité de crédit pourrait créer un nouveau concurrent public face aux sources d'informations publiques et privées qui existent déjà. Elle rivaliserait indirectement avec les agences de notation existantes et ferait concurrence aux entités privées existantes qui fournissent des informations agrégées aux investisseurs »<sup>463</sup>. La Commission conclut enfin en affirmant que « Si l'on considère ensemble tous les facteurs pertinents, une évaluation européenne de la qualité de crédit pour les dettes souveraines ne semble ni proportionnée ni appropriée à ce stade, lorsqu'on l'examine au regard des besoins des investisseurs et de l'objectif d'une suppression du recours excessif aux notations de crédit externes. Par conséquent, la Commission ne donnera pas suite à la mise en œuvre et au développement d'une

---

*credit ratings. Furthermore, to ensure the agency can establish itself it would be financed the first 5 years with public funding ».*

<sup>458</sup> *Ibid.*, « The foundation would consist of an independent government board and consist of a workforce of 400-1200 analysts to perform ratings. » et « An EU rating foundation would entail an annual cost of EUR 39-97.5 million [...] ».

<sup>459</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 217.

<sup>460</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines*, COM(2015) 515, 23 octobre 2015.

<sup>461</sup> *Ibid.*, p. 18-19.

<sup>462</sup> *Ibid.*, p. 19.

<sup>463</sup> *Ibid.*, p. 20.

évaluation européenne de la qualité de crédit pour les dettes souveraines »<sup>464</sup>. Cette affirmation entérine l'hypothèse de la création d'une agence de notation publique européenne. De plus, certains auteurs tels que Etienne De Callatayn ne voient pas l'intérêt de créer une agence de notation européenne, « Les agences, [...], sont a priori à même de s'adapter à des réalités de terrain différentes et ne sont pas à ce point étroites d'esprit au point d'appliquer des grilles d'analyses qui nieraient les spécificités régionales. Enfin, s'il y a lieu de se plaindre d'une forme d'oligopole des trois grandes agences actuelles, il est difficile de se réjouir d'une agence qui aurait une forme de monopole sur le marché européen ! »<sup>465</sup>.

Les propositions de création d'agences publiques paraissaient sérieuses et cohérentes, avec de nombreux avantages et peu d'inconvénients ; elles n'ont malheureusement jamais abouti. Avec un retour au modèle investisseurs-payeurs, qui est moins souhaitable qu'il n'y paraît, plusieurs modèles économiques peuvent être évoqués comme alternative crédible au système actuel de notation. Certains sont peu opérationnels à court terme, mais d'autres existent et méritent d'être étudiés car sont tout à fait applicables.

## B) Les nombreux modèles alternatifs

Ces modèles peu évoqués se classent en deux catégories principales : ceux qui sélectionnent les agences (1) et ceux qui utilisent d'autres sources de financement (2). Malgré les difficultés que cela peut poser, il est également nécessaire d'évoquer la possibilité de mettre fin à la notation (3).

### 1) *Les modèles reposant sur une sélection des agences de notation*

La plupart des modèles alternatifs au système actuel de la notation ont été répertoriés dans un rapport du United States Government Accountability Office (GAO)<sup>466</sup>. Parmi les modèles pratiquant la sélection d'une agence, deux principaux sont identifiables.

Tout d'abord, dans le modèle basé sur la désignation des agences, les agences de notation sont libres de noter tous les titres qu'elles souhaitent et les émetteurs doivent leur fournir toutes les informations disponibles. Les investisseurs désignent quant à eux un tiers, sur la base de leur perception de la qualité des notes, lequel décide quelles sont la ou les agences devant être

<sup>464</sup> *Ibid.*, p. 21.

<sup>465</sup> COLMANT B., DE CALLATAY E., DIEUX X.,... [ et al.], *op. cit.*, p. 50.

<sup>466</sup> GAO, *Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, janvier 2012

rémunérées pour leurs notations. Les frais sont toujours payés par les émetteurs sur la base d'une grille tarifaire, mais par l'intermédiaire d'un tiers administrateur. Dans ce modèle, la note est publique, mais les explications ne seront disponibles que pour les détenteurs de titres. Ce système présente un avantage : la fin des éventuels conflits d'intérêts résultant du paiement des notations par les émetteurs ; il favorise également la concurrence en permettant à toutes les agences d'avoir accès aux informations nécessaires permettant d'établir une note<sup>467</sup>. Cette méthode incite aussi les agences à donner la meilleure évaluation possible car c'est la qualité de leurs notations qui définira leur rémunération.

Un autre modèle envisagé est celui de la sélection aléatoire des agences de notation agréées. Dans celui-ci, lorsqu'un émetteur, qui rémunère l'agence pour ses notations, souhaite une évaluation de ses titres, il s'adresse à un conseil de notation qui sélectionne de manière aléatoire une agence. Ce conseil pourrait être un organisme à but non lucratif, un organisme gouvernemental ou même faire l'objet d'un partenariat public/privé. Il définirait également les critères de fonctionnement indispensables à une agence de notation agréée. Avec ce modèle, la lettre de la note serait également publique mais pas les explications. Ce modèle inciterait également les agences, par leur comparaison avec d'autres, à produire des notes de qualité. Ainsi, si le pourcentage de défauts d'une agence sur des titres donnés diffère du pourcentage des autres agences sur les mêmes titres, elle s'exposerait à des sanctions telles que la perte d'un pourcentage sur les frais de notation<sup>468</sup>. Un deuxième test permettrait de comparer les rendements annuels des titres évalués. Les titres de différentes catégories d'actifs évalués de manière similaire devraient avoir le même rendement. Une agence serait soumise à des sanctions si les rendements des titres notés à l'identique différaient d'un certain seuil. Là encore, puisqu'il n'y a plus de lien entre les émetteurs et les agences, les soupçons de conflits d'intérêt disparaîtraient et par crainte des sanctions effectuées sur la base de comparaisons des notations, les agences de notation s'évertueraient à produire continuellement des notes de qualité. Un tel modèle avait été proposé aux États-Unis à travers un amendement, adopté par le Sénat américain au cours des débats sur le Dodd Frank Act, sans être finalement retenu.

D'autres modèles alternatifs utilisant une sélection des agences n'ont pas été répertoriés par le GAO. Ainsi, la création d'une plate-forme de notation est un des modèles les plus concrets. Il est notamment différent du système de sélection aléatoire des agences car il n'y aurait pas d'agrégation à donner aux agences ; c'est un système plus simple qui met en place un intermédiaire entre les

---

<sup>467</sup> *Ibid.*, p. 11 : « The authors of this proposed model said it would eliminate conflicts of interest resulting from issuers paying for ratings and increase competition by allowing all NRSROs access to the information necessary to rate any issuance ».

<sup>468</sup> *Ibid.*, p. 9 : « For instance, if the default percentage of debt instruments rated by a given NRSRO differed from the default percentage of its peers by a set parameter, then the NRSRO would be subject to sanctions such as losing a percentage of business or rating fees ».

émetteurs et les agences de notation. Lorsqu'un émetteur de dette souhaiterait être noté, il contacterait une plate-forme qui attribuerait alors le marché à une ou plusieurs agences. L'émetteur paierait le coût de la notation directement auprès de la plate-forme qui reverserait ensuite les honoraires reçus aux agences ; ces honoraires seraient donc versés préalablement et indépendamment de l'attribution de la note. Adrian Blundell-Wignall, Directeur adjoint de la direction des affaires financières et des entreprises, conseiller spécial en charge des marchés financiers au cabinet du Secrétaire général de l'OCDE, recommande la « création d'un nouveau modèle économique par la création d'une plate-forme servant d'intermédiaire entre les émetteurs, qui verseraient une redevance sur la base d'un barème préétabli, et l'ensemble des agences, c'est-à-dire pas seulement les trois grandes, entre lesquelles le nouvel organisme répartirait les missions. Ceci devrait casser les liens malsains, générateurs de conflits d'intérêts. [...] La création d'une plate-forme briserait l'oligopole sans perturber la concurrence »<sup>469</sup>. Jérôme Mathis et Jean Charles Rochet, tous deux professeurs d'économie à Toulouse et James McAndrews de la Réserve fédérale de la banque de New York affirme quant à eux « lorsqu'un émetteur potentiel souhaite demander une notation auprès d'une agence de notation, il est nécessaire de contacter une plate-forme, qui peut être une bourse, une chambre de compensation ou un dépositaire central. Cette plate-forme contrôlerait complètement le processus de notation et fournirait également des services de tenue de dossiers aux différentes parties à l'opération de titrisation. [...] L'émetteur potentiel paierait des frais de pré-inscription à la plate-forme centrale. La plate-forme centrale organiserait alors la notation des titres par une ou plusieurs agences de notation. Les frais de notation seraient payés par la plate-forme centrale aux agences. Ces frais seraient indépendants du résultat du processus de notation et si la notation aboutit ou non »<sup>470</sup>. Mais le changement de modèle imposerait des contraintes aux émetteurs « entreprises » : les agences de notation recueillent en effet des éléments confidentiels pour élaborer leur jugement ; la relation commerciale et la relation de confiance qui lient les deux acteurs sont essentielles pour une note de qualité. Ainsi, la mise en place d'un modèle de type plate-forme risquerait d'être inopérant et/ou de déstabiliser le marché. De plus, en consacrant le rôle des agences, la création de cette plate-forme irait à l'encontre des mesures visant à « désintoxiquer » les acteurs de marché de la notation financière. Cette proposition présente cependant un triple avantage. Elle résout les problèmes de conflits d'intérêts (en évitant toute relation d'affaires entre les émetteurs et les agences), elle limite le risque d'inflation des notes et met fin aux pratiques de « *rating shopping* ».

---

<sup>469</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 153.

<sup>470</sup> MATHIS M., ROCHET J-C, McANDREWS J., Rating the raters : Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies, *Journal of Monetary Economics*, Volume 56, juillet 2009, p. 669. Traduction de l'auteur.

Un autre modèle de plate-forme existe mais il est beaucoup moins crédible, en raison notamment de la complexité et de la densité des informations à fournir. Il s'agirait pour les investisseurs de procéder à leurs propres évaluations de crédit sans se fier aveuglément aux agences. Ces évaluations seraient ensuite rendues publiques par le biais d'une plate-forme accessible à tous.

Enfin, il est nécessaire d'évoquer la Credit Research Initiative (CRI). La CRI est une entreprise à but non lucratif rattaché au Risk Management Institute de Singapour. Ce modèle a été lancé en 2009 par le Directeur de cet Institut Duan Jin-Chuan assisté du Docteur Oliver Chen. Ce modèle peut se comparer à Wikipédia ; c'est une méthodologie accessible à tous et diffusant gratuitement les évaluations de crédit d'un certain nombre de produits financiers émis par des entreprises<sup>471</sup>. La gratuité de ce modèle garantit la disparition des conflits d'intérêts. Ce modèle est un modèle efficace et simple, mais plusieurs éléments conjoncturels sont indispensables à son développement. Il faudrait en priorité que d'autres initiatives de ce genre se multiplient dans le monde et notamment près des grandes places boursières comme New York ou Londres. Ce modèle devra également s'inscrire dans un réseau transnational d'informations afin de collaborer, d'échanger et offrir la couverture la plus exhaustive possible des nombreux produits financiers offerts sur le marché. Il adopte donc une approche de bien public, et il se développe de plus en plus ; aujourd'hui sont évaluées près de 65 000 entreprises dans 120 pays différents<sup>472</sup>.

Mais pour que tous ces modèles puissent être mis en pratique un jour, il faudrait qu'ils soient acceptés par le marché. A ce propos, la SEC a sondé en mai 2011 près de trente parties prenantes sur ces alternatives au modèle économique actuel des agences de notation. Onze parties prenantes se sont montrées favorables à un changement de modèle économique ; treize se sont montrées hostiles et cinq n'ont pas fait de commentaire sur le besoin d'un modèle alternatif. Selon ce sondage, le modèle recueillant le plus de suffrages est celui d'une sélection aléatoire des agences de notation agréées. D'autres modèles existent, il s'agit des modèles utilisant des sources de financement autres que celles habituellement utilisées.

## 2) *Les modèles reposant sur d'autres sources de financement*

Plusieurs modèles alternatifs préconisent des financements différents en manière de rémunération des agences de notation.

---

<sup>471</sup> <http://rmicri.org/en/about/>: « *The CRI uses scientific methods (e.g. forward-intensity default prediction model, Duan et. al. 2012, Journal of Econometrics, and others) to provide credit ratings for exchange-listed companies around the world* ».

<sup>472</sup> *Ibid.*, « *The rating data are available for over 65,000 firms in 120 economies and are accessible through this website free of charge* ».

Le premier de ces modèles économiques prône la création d'une agence de notation détenue par les investisseurs eux-mêmes. Les investisseurs dits « institutionnels » créeraient et exploiteraient une agence qui produirait des notes. Les émetteurs devraient recourir à deux notations, l'une réalisée par cette nouvelle agence, l'autre par une agence de notation déjà existante. Une agence ne pourrait rendre publique une note payée par un émetteur avant que cette agence n'ait reçu une notification écrite indiquant que l'émetteur avait préalablement rémunéré l'agence possédée par les investisseurs<sup>473</sup>. Avant de pouvoir créer ou rejoindre une agence, les investisseurs institutionnels devraient être considérés comme des « acheteurs institutionnels hautement sophistiqués »<sup>474</sup>. Dans cette optique, un investisseur devra démontrer qu'il est sophistiqué<sup>475</sup> et important ou encore qu'il peut gérer des milliards de dollars d'actifs. Ces investisseurs détiendraient un vote majoritaire au sein de l'agence qu'ils ont créée, qu'elle soit à but lucratif ou non. Les promoteurs de ce modèle estiment qu'il améliorerait le processus de notation en changeant les structures d'incitation. Ainsi, son apparition créerait une situation de nouvelle concurrence pour l'industrie et équilibrerait les intérêts des investisseurs par rapport aux intérêts des émetteurs. Mais, là encore, des interrogations surgissent. Tout d'abord, qui pourra décider en dernier lieu de la position « hautement sophistiqué » d'un investisseur ? Se pose alors la question de la création nécessaire, en plus de l'agence, d'une autorité indépendante gérant la reconnaissance des membres. Ensuite, si l'agence est à but lucratif, les mêmes soupçons de conflits d'intérêts que ceux du modèle investisseurs-payeurs pourraient apparaître puisqu'elle serait la propriété des investisseurs. Ce modèle paraît cependant utopique en raison notamment de la complexité de sa mise en pratique et du peu d'avantages qu'il propose.

Le deuxième modèle propose une taxe sur les marchés, taxe spécialement affectée au financement des agences de notation. Celles-ci seraient alors libres de noter les émissions de titres qu'elles souhaitent. Elles ne seraient plus financées par les émetteurs, mais par une taxe sur l'émission de dette sur le marché primaire et par une taxe sur les transactions du marché secondaire<sup>476</sup>. Ainsi, l'émetteur ou le vendeur du marché secondaire paierait une partie de la taxe, et l'investisseur achetant le titre (sur le marché primaire ou secondaire) paierait l'autre partie. Les agences seraient libres d'interagir avec les entités notées mais ne pourraient leur présenter de facturation. Le

---

<sup>473</sup> GAO, *op. cit.*, p. 9 : « More specifically, an NRSRO could not publicly release a rating for which an issuer or sponsor paid unless the NRSRO received written notification that the issuer had paid an investor-owned NRSRO to publicly release its rating ».

<sup>474</sup> *Ibid.*, « Institutional investors would have to qualify as highly sophisticated institutional purchasers before forming or joining an investor-owned agency ».

<sup>475</sup> Ce terme n'est pas défini dans le document cité. Il pourrait se comprendre comme le fait qu'un investisseur soit très qualifié mais aussi à la pointe de sa spécialité.

<sup>476</sup> GAO, *op. cit.*, p. 10, « Instead of receiving issuer fees, the NRSROs would be compensated through transaction fees for original issuance and secondary market transactions ».

principal avantage de ce système est qu'il élimine tout soupçon de conflits d'intérêts. En créant une source de financement hors de l'influence des émetteurs et des investisseurs, les agences se concentreraient sur la production d'une analyse de crédit plus précise et opportune et négligerait tout autre intérêt. Il est de plus assez simple à mettre en place.

On ne peut enfin omettre d'évoquer le modèle « utilisateurs-payeurs » et ses variantes. Dans ce modèle économique, les émetteurs ne paieraient plus pour la notation. Les utilisateurs, c'est-à-dire en pratique toutes les entités détenant des obligations, rémunéreraient les agences auxquelles elles seraient liées par contrat pour leur notation<sup>477</sup>. Des « tiers auditeurs » seraient chargés de recenser les utilisateurs concernés pour assurer le paiement. Ce système présente un avantage essentiel, il permet d'éviter le phénomène de « passager clandestin ». Cependant, il ne met pas fin au problème récurrent des agences de notation, les possibilités de conflits d'intérêts. Un modèle d'utilisateurs-payeurs alternatifs pourrait alors être la solution. Une taxe serait ainsi collectée sur les utilisateurs des notations et serait centralisée par une agence gouvernementale ou un conseil indépendant. L'agence ou le conseil sélectionnerait selon une procédure concurrentielle les agences de notation autorisées à noter chaque émission. Le système de rémunération s'apparenterait à une redevance et bien que les frais puissent être évalués différemment, une redevance unique à la vente initiale permettrait de faciliter l'administration de ce système. Cette variante permettrait non seulement d'éviter le phénomène du passager clandestin mais également tout soupçon de conflits d'intérêts. Dernière variante, un modèle d'émetteurs et d'investisseurs payeurs où les frais de la notation pour une nouvelle émission seraient partagés entre émetteurs et investisseurs. Au départ, les agences de notation seraient placées dans une file d'attente qui leur permettrait de noter des émissions chacune à leur tour. Par la suite, elles se verraient attribuer les notations en fonction de leurs performances respectives. La performance serait mesurée en établissant une corrélation entre les notes délivrées par une agence et les taux de défaut relevant d'une méthodologie commune, transparente et fiable. Pour assurer la rigueur et l'équité, au minimum deux agences évalueraient chaque titre. Les paiements proviendraient d'une redevance perçue sur les émetteurs et les investisseurs en tant que parties du marché secondaire. Ces frais seraient ensuite déposés dans un fonds dédié et seraient partagés entre les agences par un organisme indépendant<sup>478</sup>. La part de redevance attribuée à chaque agence serait déterminée en fonction du volume de notations émises. Ce modèle présente des avantages certains. Il permet d'abord d'éviter tout soupçon de conflits d'intérêts car les agences, les émetteurs ou les utilisateurs n'auraient aucun contact financier. De plus, les agences seraient

---

<sup>477</sup> *Ibid.*, p. 11, « *Issuers would not pay for ratings under this proposed model; rather, all users of ratings would enter into a contract with an NRSRO and pay for rating services* ».

<sup>478</sup> *Ibid.*, p. 13, « *Payments for ratings would come from a fee levied on issuers of new debt issues and investors as parties of secondary market trades. These fees would be deposited in a dedicated fund [...]* ».

incitées à fournir des notes précises et correctes sous peine d'une diminution d'attribution de marchés et avec pour conséquence une diminution de leurs revenus.

Parmi ces modèles utilisant d'autres sources de financement, celui de la mise en place d'une taxe sur les marchés semble le plus crédible. Il convient cependant, afin d'approfondir au mieux la réflexion sur les alternatives existantes, de s'interroger sur l'hypothèse de suppression de la notation.

### 3) *Des alternatives à la notation ?*

Pour parvenir à une solution permettant d'évacuer l'ensemble des problèmes liés au marché de la notation, il faudrait d'abord que l'ensemble des acteurs concernés, que ce soit les investisseurs, les banques centrales, les régulateurs, etc., développent des modèles spécifiques de mesure du risque, chacun se livrant dès lors à sa propre analyse. Plusieurs indices de marché existent déjà et pourraient remplacer la notation. Il s'agit dans un premier temps du niveau des *spreads*, c'est-à-dire le différentiel de taux d'intérêt entre deux obligations de même nature, tels que l'Obligation Assimilable du Trésor française et le Bund allemand. Ils révèlent une information sur la perception par le marché du risque qui est attaché à ces obligations. A titre d'exemple, avant la dégradation de la note de la France en janvier 2012, l'Allemagne se finançait déjà à des conditions légèrement plus favorables que l'État français alors qu'ils avaient la même note (AAA). Le marché considérait en effet que le risque souverain français était légèrement supérieur au risque souverain allemand. Un autre produit financier pourrait remplacer la notation, il s'agit du prix des CDS qui peut dévoiler une information. Ce sont des produits d'assurance contre le défaut d'un émetteur. Si le prix d'un CDS est élevé, c'est qu'il existe une forte demande pour ce produit, et donc qu'un grand nombre d'investisseurs font l'analyse de la présence d'un risque de crédit et cherche à s'en protéger. Les *spreads* et les prix des CDS peuvent être utilisés pour jauger la perception d'un risque par le marché. Il faut préciser qu'ils peuvent s'avérer parfois plus efficaces que la notation puisque le risque de liquidité est également pris en compte alors que la notation ne porte que sur le risque de solvabilité. Cependant, il est difficile de se satisfaire de ces outils de marché car leur principale caractéristique est leur volatilité. De tels outils reflètent l'opinion du marché sur un risque à un instant T. A ce titre, s'ils devaient être intégrés dans les modèles d'appréciation du risque, ils seraient fortement pro-cycliques et sources d'instabilité. Outre ces alternatives, la suppression de l'utilisation de la notation entraînerait une analyse du risque qui ne serait plus harmonisée et mondiale, mais plurielle, hétérogène et locale, avec pour conséquence une complexification importante des marchés et de leur fonctionnement. La suppression de la notation n'est donc clairement pas la meilleure solution.

De nombreuses solutions alternatives au modèle actuel du système de notation sont donc possibles. Parmi elles, la mise en place d'agences publiques régionales ou de plate-formes servant d'intermédiaires entre les agences et les utilisateurs des notes semble la plus réaliste. D'autres comme la suppression des notations ou la création d'agences détenues par les investisseurs semblent plus utopiques. Mais à défaut de changer le système, il est nécessaire de veiller à ce que son contrôle soit efficace et évolue de manière positive, ce qui n'est pas toujours le cas.

## **Paragraphe II : L'évolution difficile du contrôle des agences de notation financière**

Le contrôle des agences de notation financière est un enjeu présentant de nombreuses difficultés (A). En effet, il se heurte notamment à des problématiques propres à ce marché. Cependant, une évolution de ce contrôle est possible et susceptible de pouvoir se développer dans plusieurs directions (B).

### **A) Les difficultés que présente le contrôle des agences de notation**

Un certain nombre de difficultés entravent l'évolution du contrôle des agences de notation qui se heurte non seulement à l'absence de transparence des méthodologies employées par les agences pour définir leurs notes (1) mais également aux limites qu'un contrôle accru générerait (2).

#### *1) Le défaut de transparence des méthodologies utilisées par les agences*

Un des principaux obstacles à l'évolution du système des notations est le secret bien gardé du processus de notation. Chaque agence a sa propre « formule » et seuls les aspects méthodologiques les plus généraux sont rendus publics. La notation se distingue de l'activité dite de « *scoring* » car elle ne repose pas uniquement sur une analyse quantitative mais également qualitative. Ainsi, la notation « *corporate* », visant les entreprises ou les banques par exemple, repose « sur des critères tels que le flux de trésorerie ou le taux d'endettement, mais aussi sur le profil du secteur d'activité, le degré de concurrence qui caractérise ce secteur ou la stratégie de management adoptée par l'entreprise notée. De même, la notation souveraine, liée aux États, repose sur des indicateurs tels que le ratio dette/recettes budgétaires, l'inflation ou l'évolution du PIB par habitant, mais aussi sur d'autres tels que la stabilité institutionnelle et politique du pays concerné ou

sa compétitivité par rapport aux partenaires commerciaux »<sup>479</sup>. Pendant longtemps, la transparence et donc la publication des méthodes de notation utilisées par les agences prévalait sur toute obligation réglementaire. Cela s'explique notamment par le fait que chaque agence élabore sa propre méthodologie et qu'elle en fait un argument commercial car présentée comme gage de la qualité de sa notation. À l'inverse, elles estiment que si leur méthodologie était remise en cause, elles se verraient immédiatement sanctionnées par le marché, qui se détournerait de leurs services. Ce n'est qu'à la suite des nombreuses critiques sur leur manque de transparence que les agences ont décidé de faire quelques efforts. Ainsi, outre une refonte de leur site internet, les agences de notation ont décidé des modifications de méthodologie, en particulier pour les produits structurés. Ainsi par exemple, *Moody's* a publié près de 484 nouvelles méthodologies entre 2000 et 2012, dont 46% concernaient des produits structurés. Cependant, « la publication de milliers de pages au nom de la transparence engendre en contrepartie de la complexité et de la confusion »<sup>480</sup>. La tentation de s'en remettre dès lors à la seule notation, sans se soucier des procédures floues et complexes qui ont conduit les analystes à la déterminer reste donc très forte. De plus, même si au sein d'une même agence les échelles de notation sont uniformisées, comparer le travail des différentes agences est très difficile. « Comme l'explique l'économiste Norbert Gaillard, « *Standard & Poor's* se montre "plus sévère" dès qu'elle juge excessif l'endettement d'un pays, tandis que ses deux concurrentes *Fitch* et *Moody's* prennent davantage en compte la puissance économique des États »<sup>481</sup>. Le reproche du manque de transparence est un reproche persistant, ainsi Markus Krall<sup>482</sup>, qui pilotait le projet d'agence européenne du cabinet de conseil Roland Berger affirme qu'il « est aujourd'hui impossible pour une personne extérieure d'arriver aux mêmes conclusions que l'agence, même en ayant tous les éléments en main, car la notation repose sur un processus qualitatif qui est le fait d'experts »<sup>483</sup>. Il est nécessaire de préciser qu'une obligation de transparence a été mise en place depuis 2009 en Europe (et renforcée en 2013) et 2010 aux États-Unis et qu'elle est, de manière générale, efficace. Elle reste cependant critiquable en raison de la nature subjective des notes soumises à des critères à la fois quantitatifs car elles sont publiques mais aussi qualitatifs car déterminées au sein des agences de notation par un comité de notation dont les procès-verbaux des réunions ne sont eux pas publics ; c'est là la complexité d'une transparence réelle et effective. Aujourd'hui les publications des agences de notation sont considérables et les objectifs de

---

<sup>479</sup> COLLARD F., *op. cit.*, p. 19.

<sup>480</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 113.

<sup>481</sup> COLLARD F., *op. cit.*, p. 20.

<sup>482</sup> Markus Krall est un économiste allemand diplômé de l'Université de Nagoya et de la Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau

<sup>483</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 117-118.

clarification et de compréhension loin d'être acquis. Bertrand Badré, Directeur financier du groupe Société générale et donc très souvent actif sur les marchés financiers affirme que « Leur méthodologie qui est un élément clé dans cette crise n'est pas stable. Trop souvent, et de plus en plus, parce [que les agences] sont soumises à diverses pressions, nous ne connaissons pas la manière dont s'opèrent les contrôles que nous subissons »<sup>484</sup>. Un autre exemple permet de s'apercevoir que malgré les nombreuses publications, la transparence reste un concept compliqué. Il porte sur une enquête réalisée par l'IFOP pour le Sénat français dans laquelle des investisseurs sont interrogés sur les qualificatifs qu'ils associent à l'image des agences de notation<sup>485</sup>. Cette étude révèle que 58% des investisseurs considèrent que la transparence des méthodes est un critère qui s'applique mal aux agences de notation. Ce pourcentage augmente d'ailleurs en fonction de l'importance des montants gérés, ils sont ainsi 67% des investisseurs gérant annuellement plus d'un milliard d'euros à considérer la transparence des méthodes insuffisante. Et même si 81% estiment que la publication des méthodologies de notations par les agences est très largement utile, ils restent 56% à considérer que les méthodologies publiées sont trop complexes pour être exploitables. Il est donc possible de considérer que la complexité des méthodes utilisées pour la notation mais aussi les difficultés à prévoir les modifications entraînent une déficience de la transparence, ce qui est somme toute compréhensible. Malgré de nouvelles réglementations en Europe et aux États-Unis, le contrôle des méthodes de notation continue d'être éludé car trop complexe et relevant du « secret industriel ». A travers la difficulté du contrôle des méthodologies utilisées par les agences, se pose également la question de la suite à donner au processus de régulation intervenu après la crise financière de 2007.

## 2) *Le caractère aléatoire d'un contrôle renforcé des agences de notation financière*

Même s'il est évident qu'un renforcement du contrôle des agences de notation est nécessaire, il faut néanmoins prendre en compte son caractère aléatoire. Ainsi, une mise en cause de leur responsabilité peut se heurter à certaines limites (a), mais il faut également faire attention à ne faire de la régulation à outrance, avec le risque de déresponsabiliser les autres acteurs du marché (b).

---

<sup>484</sup> *Ibid.*, p. 118.

<sup>485</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 118. Échantillon de 352 investisseurs professionnels, utilisant les agences de notation dans le cadre de leur activité, représentatif des entreprises du secteur financier et de l'assurance concernées par les notes des agences. Méthode des quotas.

a) Les limites de la mise en cause de la responsabilité des agences de notation financière

Lorsqu'est évoqué un renforcement de la régulation, la mise en cause de la responsabilité des agences de notation financière est souvent envisagée. Une responsabilité civile a bien été mise en place par le règlement européen de 2013<sup>486</sup>, mais elle soulève plusieurs questions. D'abord, il s'agit de s'interroger sur le capital des agences, suffisant ou non pour réparer d'éventuels dommages. La responsabilité des agences de notation reste en effet aujourd'hui limitée par leur capital. Les investisseurs pouvant obtenir gain de cause subissent bien souvent des préjudices extrêmement élevés et disproportionnés par rapport au capital de ces agences. Si une responsabilité est engagée en France par exemple, il faut savoir que le capital des filiales françaises des agences du *Big Three* est très réduit.

Tableau n°13 : capital social des filiales françaises de *Fitch*, *Moody's* et *Standard and Poor's*<sup>487</sup>

|                                          | <b>Capital social en euros</b> |
|------------------------------------------|--------------------------------|
| Fitch France SAS (1)                     | 80 000                         |
| Moody's France SAS (1)                   | 150 000                        |
| CMS France SAS (Standard and Poor's) (2) | 17 354 000                     |
| (1) 2009 (2) fin 2010                    |                                |

Ce faible capital souligne d'ailleurs le climat d'irresponsabilité dans lequel vivent les agences de notation. Même la maison-mère de *S&P* en France, dont le capital est pourtant plus de deux cents fois supérieur à celui de *Fitch* France, serait incapable d'affronter les conséquences d'une condamnation dans un contentieux un tant soit peu important<sup>488</sup>. Dans l'affaire *Parmalat*, les dommages-intérêts correspondaient aux honoraires reçus par *S&P* depuis le début des années 2000, soit 784 000 euros, une somme insignifiante au regard des quatre milliards demandés par l'administrateur de *Parmalat*. Malgré les contentieux en cours, *S&P* n'a pas jugé utile de constituer de provisions dans ses comptes. Il apparaît donc nécessaire d'obliger les agences de notation à disposer d'un capital minimum et, comme pour d'autres professions, que les agences de notation

<sup>486</sup> Voir infra, p. 17.

<sup>487</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 168.

<sup>488</sup> Les capitaux propres s'établissaient en 2010 à 7,6 millions d'euros pour *Fitch* et *Moody's*, sans obligation réglementaire de les conserver durablement dans les comptes des sociétés.

souscrivent obligatoirement une assurance « responsabilité civile professionnelle » qui permettrait de couvrir les montants de leurs condamnations même en cas d'insuffisance de capital. Cette question reste donc entière, d'autant plus qu'elle est un argument utilisé par ceux qui sont hostiles à une responsabilité des agences de notation.

Il est évident que certains acteurs sont hostiles à la mise en place d'une responsabilité civile des agences de notation. Les premiers de ces acteurs sont bien évidemment les agences elles-mêmes. Dans le cadre du règlement européen de 2013, un rapport interne à *Moody's*<sup>489</sup> décrit les efforts de lobbying mis en œuvre, par l'intermédiaire du cabinet spécialisé Brunswick, auprès des législateurs et des régulateurs européens pour les décourager de mettre en place un régime de responsabilité civile et pour les persuader des conséquences dommageables de la mise en place d'un tel régime. De plus, face au constat de la mise en place d'un régime de responsabilité civile, *Moody's* a alors décidé de créer un comité « *contingency planning for liability standard changes* » avec pour mission de réfléchir aux différentes possibilités de faire face aux risques juridiques accrus : changement du modèle économique, délocalisation des activités en fonction des risques liés à la responsabilité, etc. Les seconds acteurs à ne pas être favorables à une responsabilité civile sont les associations professionnelles des trésoreries d'entreprises et des émetteurs. Afin de justifier cette position, elles avancent plusieurs raisons :

- la responsabilité ne manquerait pas d'entraîner un coût qui se répercuterait inévitablement sur la tarification des agences ;
- elle créerait également un biais en faveur de l'institutionnalisation des agences. Les investisseurs qui utiliseront à titre principal les notations pour fonder leurs décisions seront mieux protégés ;
- les agences, par crainte d'engager leur responsabilité, deviendraient conservatrices et n'oseraient plus noter ou dégrader les émetteurs risqués ainsi que les entreprises de taille moyenne qui souhaiteraient se tourner vers les marchés obligataires ;
- ces règles ne manqueraient pas de créer de nouvelles barrières à l'entrée dans une activité déjà oligopolistique.

Ces raisons ne sont qu'en partie recevables. Le coût de la responsabilité est probablement inévitable mais ne doit pas être exagéré ; quant au conservatisme supposé des agences, il est plutôt favorable à la stabilité financière puisqu'il importe que les modifications des notations ne s'inscrivent pas dans le tempo des marchés. L'argument de « l'institutionnalisation » des agences du fait de la reconnaissance de leur pleine responsabilité ne peut être retenu. En effet, l'existence d'une

---

<sup>489</sup> *Enterprise Risk Management* de juillet 2010, ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 178.

responsabilité civile ne saurait conduire les investisseurs à renoncer à leurs diligences. S'ils subissent un préjudice, il reviendra au juge de déterminer s'ils ne sont pas pour partie responsables de leur sort. Par exemple, un investisseur qui se serait entièrement reposé sur les notations ne peut pas être considéré comme ayant mené les diligences propres à son métier. Le contrôle des agences de notation ne s'orienterait-il pas alors vers trop de régulation ?

#### b) Les risques d'un excès de régulation

Trop de régulation de l'activité des agences reviendrait à déresponsabiliser les autres acteurs de la finance. Les investisseurs ont également leur part de responsabilité ; ils se sont souvent trop appuyés sur les agences en oubliant que leur fonction première est l'évaluation du risque crédit. Les dysfonctionnements liés aux notations ne sont pas le seul fait des agences de notation financière. Même si les dernières législations ont favorisé la diminution de la place réglementaire et du rôle joué par les agences, il n'en reste pas moins que leurs notes restent parfois un élément important de certaines réglementations. Dans certains cas, les investisseurs ne peuvent investir que dans des titres bien notés, il serait alors intéressant de faire supporter aux investisseurs la « charge de la preuve » que leurs investissements sont sûrs sans recourir à une agence de notation. Cela permettrait d'atténuer l'influence de la notation et les contrôles qu'il est nécessaire d'exercer dessus, d'autant plus qu'un contrôle et donc des réglementations à l'excès peuvent s'avérer tout à fait inutiles. L'un des problèmes du marché de la notation est sa situation d'oligopole. Mais les normes imposées aux agences, que ce soit aux États-Unis ou en Europe, notamment pour l'enregistrement, empêchent parfois l'accès à de nouveaux acteurs. Un même analyste ne peut pas par exemple noter la même entité au-delà d'un certain nombre d'années. « Passé un certain temps, l'analyste devra confier cette tâche à un de ses collègues. L'idée est d'éviter que le temps ne crée une trop grande familiarité entre l'analyste et son client, et que son objectivité ne soit altérée... Mais la mise en œuvre de cette règle suppose que l'agence de notation soit une structure suffisamment importante pour pouvoir procéder à de telles « rotations » »<sup>490</sup>. L'accumulation de ce genre de contraintes a pour conséquence un coût de fonctionnement important pour les agences. Or un nouvel arrivant sur le marché n'aura pas forcément les moyens de répondre à ces obligations. Peu de concurrents ont la capacité d'accéder au marché de la notation, dès lors un excès de réglementation impose implicitement des conditions de taille et de moyens financiers qui peuvent inciter les regroupements d'agences ou le rachat de petites agences par des plus importantes. Dans ce cas, le système oligopolistique n'est pas remis en cause.

---

<sup>490</sup> THEPOT-OLAGNE C., *op. cit.*, p. 98.

Il est également nécessaire d'éviter, par une volonté de contrôle accru sur l'organisation interne des agences, la constitution de structures lourdes et inefficaces au sein desquelles les décisions seraient « diluées ». « Une trop grande complexité dans l'organisation risque de provoquer de graves dysfonctionnements, qui sont contre-productifs. Tel a été le cas avec l'AFSSAPS, dont l'organisation, trop compliquée, contribue à expliquer le scandale du Mediator »<sup>491</sup>.

Enfin, il est nécessaire de souligner que des contrôles effectués nationalement ou régionalement, même si leur efficacité est certaine, ne le seront jamais autant qu'un encadrement global. La question de la régulation financière en général nécessite une coopération internationale comme l'ont souligné Jean-Pierre Jouyet<sup>492</sup> et Gary Gensler<sup>493</sup> affirmant que « [...] les marchés de capitaux et les risques ne connaissant pas de barrières géographiques il fallait avoir une approche internationale coordonnée sur le sujet »<sup>494</sup>.

Il est donc possible d'affirmer que la mise en place de contrôles plus fréquents ne serait pas utile et créerait des inconvénients certains tels que des barrières à l'entrée de nouveaux acteurs ou l'impossibilité pour les agences de couvrir les frais de responsabilité. Quant à la possibilité de mieux contrôler les agences, plusieurs hypothèses s'opposent soulignant des approches différentes.

### B) Des approches différentes quant à l'évolution du contrôle des agences de notation financière

Plusieurs hypothèses d'évolution du contrôle des agences de notation financière existent. La première, dite « réglementaire » (1), s'appuie sur un meilleur contrôle des agences par des réglementations déjà existantes. La deuxième, dite « de marché » (2) est plus libérale et prône des réformes basées sur le marché.

---

<sup>491</sup> *Ibid.*, p. 99.

<sup>492</sup> Jean-Pierre Jouyet était alors président de l'AMF (2008-2012). Il a été entre 2007 et 2008 Secrétaire d'État aux Affaires européennes Il occupe ensuite les fonctions de directeur général de la Caisse des dépôts et consignations et de président de la banque publique d'investissement (BPI) entre 2012 et 2014. Le 16 avril 2014, il est nommé secrétaire général de la présidence de la République.

<sup>493</sup> Gary Gensler était alors président de la « Commodity Futures Trading Commission » (2009-2014). Il a été entre 1997 et 1999 assistant au secrétaire du trésor américain et de 1999 à 2001 sous-secrétaire du trésor américain.

<sup>494</sup> AMF, *Échanges entre l'Autorité des marchés financiers, la SEC US et la CFTC US sur les problématiques de régulation financière*, communiqué de presse, 14 septembre 2010.

*1) L'approche dite « réglementaire »*

L'approche réglementaire se fonde sur la mise en place de réglementations pour encadrer le rôle que peuvent jouer les agences de notation financière sur les marchés financiers. Deux hypothèses s'opposent.

La première insiste sur l'amélioration, voire l'augmentation du contrôle exercé sur les agences de notation tout en conservant le recours à leurs notes dans la réglementation nationale et internationale. Pour que cela fonctionne, l'idée principale est d'obliger les agences de notation à plus de transparence, non seulement vis-à-vis des autorités publiques mais également des investisseurs. Cependant, les agences s'opposent à la divulgation de leur méthodologie de notation qu'elles estiment exclusive et que la concurrence ne doit pas connaître. La deuxième hypothèse de l'approche réglementaire préconise une diminution, voire une suppression du recours à l'usage des notations par les réglementations. C'est, depuis la crise financière, l'approche employée par les différents gouvernements et organisations internationales. « Les autorités publiques cherchent actuellement à réduire la dépendance à l'égard de la notation dans les textes réglementaires. Aux États-Unis, dans le cadre du Dodd-Frank Act, les agences de supervision comme la SEC ou la FED devront s'efforcer de supprimer les références aux notations externes dans leur corpus réglementaire. Au niveau européen, la Commission européenne a également engagé des travaux sur ce thème »<sup>495</sup>. Cependant, cette approche soulève de nombreuses questions. Les institutions vont devoir développer leurs méthodes internes pour évaluer les risques, et se pose alors la question des enjeux de la comparabilité, de la fiabilité et de la transparence de ces évaluations. Le CSF affirme ainsi que « bien que la promotion des approches internes basées sur les notations puisse être considérée comme une alternative aux notations, le Comité de Bâle a identifié un certain nombre de problèmes directs concernant la fiabilité, la comparabilité et la transparence des ces approches qui ne devraient pas, en soi, être considérées comme une alternative aux notations, en particulier lorsque la qualité de la modélisation et/ou la capacité sont inadéquates »<sup>496</sup>. L'adaptation de ce système nécessiterait en outre la création d'une entité publique ou privée chargée de vérifier et d'inspecter les modèles d'évaluation internes développés par les banques et, dès lors qu'elles ne respecteraient pas les conditions établies, elles seraient sanctionnées. De plus, mettre en œuvre une évaluation interne reste très compliqué car elle nécessite des moyens importants et une grande expérience. Il est également possible de noter que la suppression des notes des agences des différents cadres

---

<sup>495</sup> Banque de France, *Documents et débats*, op. cit., p. 40.

<sup>496</sup> Conseil de Stabilité Financière, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Peer Review Report, 12 mai 2014, p. 2. Traduction de l'auteur.

réglementaires ne résoudra pas les problèmes associés à l'industrie de la notation financière. Dieter Kerwer affirme ainsi que « d'un autre côté, les agences de notation ne feraient presque certainement pas faillite. Elles ne perdraient que le soutien juridique de leur position de monopole. Mais les obstacles à l'entrée sur le marché pour les nouveaux concurrents resteraient élevés »<sup>497</sup>. En effet, les investisseurs (et d'autres acteurs financiers privés) continueraient à utiliser les notations des agences pour prendre leurs décisions et donc les émetteurs continueraient à utiliser les notations des agences pour attirer du capital. Enfin, selon l'enquête réalisée par l'IFOP pour le Sénat français auprès d'investisseurs professionnels en 2012<sup>498</sup>, 58% d'entre eux pensent qu'il n'est pas souhaitable que les réglementations internes et externes ne fassent plus référence aux notations des agences.

Par ailleurs, la question de la notation des risques souverains soulève des problèmes particuliers. Il apparaît en effet nécessaire d'étudier une éventuelle diminution du recours aux notations souveraines des agences ou de les confier à des autorités publiques comme par exemple des banques centrales ou des organismes indépendants. Dans un discours prononcé lors de l'inauguration de l'AEMF, le Commissaire européen Michel Barnier s'est prononcé pour un renforcement des exigences sur le processus des notation souveraines (plus de transparence, information préalable des gouvernements en cas de dégradation de la notation...). Surtout, il a ouvert le débat sur l'opportunité de publier des notations souveraines dans le cas de pays bénéficiant d'un programme de soutien européen ou international. Cette porte ouverte a cependant été refermée depuis, rien n'ayant abouti et aucun organisme international n'ayant repris ou même évoqué cette possibilité. Cette idée n'en reste pas moins bonne, permettant par exemple de connaître l'évolution des pays bénéficiant d'un programme de soutien et l'apport de ce dernier.

Dans tous les cas, même si la suppression des notes du cadre réglementaire a peu d'impact sur les agences, elle est, symboliquement au moins, nécessaire. D'autres approches existent et notamment l'approche dite « de marché ».

## 2) *L'approche dite « de marché »*

L'approche de marché est inspirée des idées du financier américain Robert Rosenkranz et propose des réformes non pas basées sur des réglementations mais sur le marché. Dans cette approche ultra libérale, la détermination du coefficient de fonds propres qu'un établissement doit détenir pour un actif financier dépendrait de ses rendements sur les marchés. Ainsi, au lieu d'une

---

<sup>497</sup> KERWER D., *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, Governance, An International Journal of Policy, Administration, and Institutions, volume 18, 13 juin 2005, p. 469. Traduction de l'auteur.

<sup>498</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 85.

notation, le prix du marché serait utilisé pour évaluer le profil de risque de l'actif<sup>499</sup>. Le niveau de rendement représenterait l'écart du titre en question par rapport à un titre de référence.

L'avantage de cette approche est qu'elle soustrairait les agences de notation financière aux réglementations tout en conservant un processus sophistiqué, transparent et favorable au marché. Les calculs du marché changent fréquemment, les ajustements de capital interviendraient plus souvent et de façon plus graduelle que les changements de notes des agences de notation de crédit qui entraînent souvent des mouvements soudains et déstabilisants. De plus, cette approche permettrait d'ajuster plus facilement et plus souvent les niveaux exigés de fonds propres en fonction des fluctuations constatées des prix des actifs financiers. Cette approche nécessite toutefois des liquidités de marché importantes d'où la possible nécessité de fonds propres minimaux et maximaux dans le cas d'un manque de liquidité par exemple. Les régulateurs pourraient intervenir lorsque les prix atteignent certains seuils et divergent sur ce point de manière significative par rapport aux valeurs sous-jacentes.

Cette approche n'est cependant pas à l'abri de crises financières importantes. « En supposant qu'une telle approche ait été en vigueur avant la crise de 2008, l'effondrement relativement soudain du marché des subprimes aurait fort probablement mené à des ajustements brusques et déstabilisants des coefficients de fonds propres exigés pour ces actifs (ce qui est pourtant censé être évité par l'application de cette méthode) »<sup>500</sup>. De plus, elle est exposée à des risques de manipulation, Pnyotis Gavras affirme ainsi qu'« il y aurait toutefois des risques de manipulation, surtout en présence de contraintes de liquidités ou lorsqu'un actif est faiblement négocié et donc sujet à une forte volatilité »<sup>501</sup>. La mise en place d'une entité chargée de veiller à tout exercice de manipulation en serait la solution. Ce pourrait être un organisme public, mais alors le marché ne pourrait se réguler seul. Ce pourrait également être un organisme privé tel que les agences de notation (qui serviraient de titres de référence) mais cette dernière solution irait à l'encontre de l'approche de marché qui a vocation à les exclure. « En ce sens, Patricia Langohr de l'ESSEC Business School en France avançait lors d'une audience portant sur les agences de notation et la compétition organisée par l'OCDE en juin 2010 qu'il faut concevoir l'approche de marché et les notations traditionnelles émises par les agences comme complémentaires (et en aucun cas substituables) par le fait qu'elles ne sont pas nécessairement basées sur les mêmes données »<sup>502</sup>.

Enfin, il ne serait pas nécessaire dans cette approche d'apporter une solution globale de gouvernance.

---

<sup>499</sup> GAVRAS P. *op. cit.*, p. 37.

<sup>500</sup> LABRECQUE S., *op. cit.*, p. 39.

<sup>501</sup> GAVRAS P. *op. cit.*, p. 37.

<sup>502</sup> LABRECQUE S., *op. cit.*, p. 38-39.

Il reviendrait avant tout aux régulateurs nationaux de suivre et de contrôler auprès des banques les différents processus. Néanmoins, une collaboration intergouvernementale serait indispensable à l'élaboration des modèles et afin de s'assurer d'une uniformité des actions à mener et de l'application des mêmes règles par les acteurs bancaires en matière de réserves d'un pays à l'autre. C'est d'autant plus vrai qu'en raison de l'évidente connectivité qui caractérise la sphère financière, il ne faudrait pas qu'une seule entité, détenant des fonds propres peu réglementés, contamine les autres en cas de crise importante.

Il est donc possible de s'apercevoir que l'évolution du contrôle des agences de notation reste difficile à appréhender. D'autant plus que, pour le marché aujourd'hui, les inconvénients paraissent plus nombreux que les avantages.

## Conclusion du Titre I

Alors que le marché de la notation se caractérise par un oligopole puissant des agences du *big three*, que ces dernières exercent une influence incontestable sur les marchés financiers et qu'une partie de la crise financière de 2007 leur est imputable, un certain nombre de questions s'est posé aux organismes de régulation internationaux. En effet, les agences de notation sont exposées à de nombreux questionnements autour de leur système de rémunération, de l'engagement de leur responsabilité ou encore de possibles sanctions en cas d'erreur ; mais du fait de la qualification de leur activité, elles semblent bien souvent protégées et les outils universels de contrôle semblent connaître des effets limités. Ainsi, une évolution certaine est à remarquer ces dernières années et différentes actions internationales peuvent être constatées. Alors que l'auto-régulation était le système prôné depuis longtemps en matière de contrôle des agences de notation, la crise financière a changé la donne et différents textes internationaux ont vu le jour. Les Codes de l'OICV sont notamment à signaler. S'ils ont connu une évolution et des réajustements, ils semblent aujourd'hui être les textes internationaux les plus avancés pour un contrôle efficace des agences de notation. Ainsi, le dernier Code de 2015 est un texte complet, précis et fait pour permettre une application immédiate par les régulateurs nationaux. Les accords de Bâle quant à eux semblent par contre avoir pris le chemin inverse. En plus du fait de ne pas contrôler les agences de notation financière, ils les institutionnalisent et les rendent incontournable en en faisant un réel outil de référence. C'est là l'une des premières limites des instruments universels de contrôle des agences, à savoir un manque de cohésion entre institutions. D'autant plus que la politisation des agences n'aide pas à un meilleur contrôle. Effectivement, alors que certains États semblent se servir des agences immatriculées en leur sein pour faire pression d'autres États, les pays en développement dénoncent des systèmes de notation favorables seulement aux puissances occidentales. Cette situation les pousse à développer leurs propres agences. Le manque d'harmonisation est donc criant et si des hypothèses de travail dans l'optique d'une évolution favorable sont possible, les instruments universels de contrôle des agences de notation sont limités dans leurs effets.

Dès lors, il est nécessaire de s'interroger sur la possibilité d'un contrôle international des agences de notation financière à travers des systèmes juridiques partiels, à savoir des systèmes nationaux, voire régionaux.

## **Titre II : La contribution de systèmes juridiques partiels à la construction d'une régulation internationale des agences de notation financière**

Alors que la possibilité d'un contrôle international des agences de notation financière à travers les instruments universels apparaît difficile, celle d'un contrôle à travers des systèmes juridiques partiels apparaît plus réaliste. En effet, il faut constater que les politiques nationales ou régionales de contrôle des agences sont aujourd'hui les plus avancées et qu'elles doivent servir d'exemple et de base au niveau international. Ainsi, que ce soit l'Union Européenne avec son modèle original et sa production normative (Chapitre I) ou les États-Unis et leur poids dans les relations internationales (Chapitre II), il semble évident que la création d'une régulation internationale des agences de notation peut s'inspirer de ces deux systèmes. Et, même si la mise en place de standards internationaux des autorités de coopération peut être une solution envisageable, la coopération entre autorités de régulation des deux systèmes semble être la solution la plus pertinente (Chapitre III).

### **Chapitre I : Le contrôle européen des agences de notation financière : une évolution progressive vers l'exemplarité**

Avant la crise financière de 2007, aucun contrôle européen des agences de notation financière n'existait. Cependant, après la mise en lumière du rôle joué par ces dernières, l'UE a décidé de se saisir du problème et a commencé à légiférer en la matière. Une évolution significative est à souligner. En 2009, un premier règlement est adopté (Section I), mais ses limites pousseront le législateur européen à adopter un nouveau règlement en 2011 (Section II). Ce dernier, plus complet, met fin au contrôle délégué aux États membres en officialisant l'AEMF comme autorité européenne unique et donc comme outil de référence en matière de contrôle des agences. Ce règlement comporte cependant une importante lacune : il n'évoque pas la responsabilité civile des agences. Cette omission est cependant comblée dès 2015 et l'adoption du dernier règlement en date (Section III), règlement faisant de l'UE une véritable référence en matière de contrôle de agences de notation financière.

## **Section I : L'Union européenne et la mise en place d'un premier contrôle des agences de notation financière**

L'Union européenne comme le reste du monde, pensant que l'autorégulation était la solution, n'a pendant longtemps mis en place aucun contrôle efficace des agences de notation financière alors même que leur impact était réel (Paragraphe I). Ce n'est qu'en 2009 que l'UE a décidé d'adopter des règles qui régissent clairement les agences. Cette initiative s'inscrit dans un règlement spécifique aux agences, le premier en la matière (Paragraphe II).

### **Paragraphe I : L'Union européenne et les agences de notation, un contrôle inexistant pour un impact réel**

Avant la crise financière, l'activité des agences de notation au sein de l'UE n'était réglementée par aucun texte spécifique (A). Ce manque de régulation ne fait pourtant pas écho au rôle important joué par les agences au sein de l'UE (B).

#### **A) Une réglementation incidente**

A l'égard des agences de notation, il n'existe avant la crise financière de 2007 aucun texte spécifique et contraignant les réglementant. Ainsi, seulement trois directives ne les visant pas spécialement fixaient des règles de contrôle (1) et rares sont les documents traitant de ce sujet (2).

##### *1) Des directives influençant l'encadrement des agences de notation*

Avant la crise financière de 2007-2008, aucun texte réglementaire précis n'existe et seulement trois directives de la Commission sur les services financiers ont une incidence directe sur les agences de notation financière. Il s'agit de la directive sur les abus de marché (a), de celle sur l'accès à l'activité des établissements de crédit (b), et enfin de la directive sur les marchés d'instruments financiers (c).

a) La directive sur les abus de marché

La directive sur les abus de marchés est la plus importante. Avec ses directives d'application<sup>503</sup>, elle englobe les délits d'initié et la manipulation des marchés<sup>504</sup>. Cette directive 2003/6/CE fait foi en matière d'accès aux informations privilégiées. Une information privilégiée est « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés »<sup>505</sup>. Ainsi, il est interdit à toute personne détenant « une information privilégiée d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information »<sup>506</sup>. Qu'en est-il alors des agences de notation lorsqu'elles ont justement accès à ces informations privilégiées afin de noter au mieux l'émetteur ? Cela est réglé par l'article 6, paragraphe 3 de cette même directive disposant que « les dispositions du premier alinéa<sup>507</sup> ne s'appliquent pas lorsque la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que cette obligation soit légale, réglementaire, statutaire ou contractuelle ». Il est donc interdit à une agence de notation ou à l'un de ses employés d'utiliser cette information privilégiée dans le cadre d'une transaction ou de la rendre publique. Une notation pouvant constituer une information privilégiée, il est bien sûr également interdit à l'agence de l'utiliser à des fins de transaction ou de la communiquer excepté dans le cadre normal de son travail. De plus, « il ressort du texte de la directive 2003/6/CE que dans les cas où une agence de notation savait, ou aurait dû savoir, que la notation était fautive ou trompeuse, l'interdiction de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, assimilable à une manipulation de marché, pourrait s'appliquer aux notations de crédit »<sup>508</sup>. La directive 2003/125/CE<sup>509</sup> portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE a

<sup>503</sup> Directive de la Commission 2003/124/CE du 22.12.2003 (JO 2003 L 339/70); directive de la Commission 2003/125/CE du 22.12.2003 (JO 2003 L 339/73); directive de la Commission 2004/72/CE du 29.4.2004 (JO 2003 L 162/70) et règlement de la Commission (CE) no 2273/2003 du 22.12.2003 (JO 2003 L 336/33).

<sup>504</sup> Parlement européen et Conseil, Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), 12 avril 2003.

<sup>505</sup> Parlement européen et Conseil, Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), *op. cit.*, article 1, paragraphe 1.

<sup>506</sup> *Ibid.*, article 2, point 1.

<sup>507</sup> « Lorsqu'un émetteur, ou une personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, au sens de l'article 3, point a), les États membres exigent qu'il rende cette information intégralement et effectivement publique, soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non intentionnelle ».

<sup>508</sup> Commission européenne, *Communication de la Commission sur les agences de notation (2006/ C 59/02)*, 11 mars 2006, paragraphe 3.1.

également une incidence sur les agences. En effet, au titre de cette directive les notations ne sont pas considérées comme des recommandations d'investissement, « Les agences de notation de crédit émettent des opinions sur la solvabilité d'un émetteur ou la qualité d'un instrument financier particulier à une date donnée. En tant que tels, ces opinions ne constituent pas des recommandations au sens de la présente directive »<sup>510</sup>. Cependant, cette directive dispose que les agences de notation doivent envisager d'adopter des politiques et procédures internes visant à garantir que les notations de crédit qu'elles publient sont présentées de manière équitable. De plus, les agences de notation doivent mentionner de manière appropriée leurs intérêts ou conflits d'intérêts significatifs en rapport avec lesdits émetteurs ou instruments auxquels se rapportent leurs notations de crédit<sup>511</sup>. Tout cela est suffisant pour la Commission qui affirme qu'elle « est convaincue que les dispositions des directives « abus de marché » fournissent, pour l'activité des agences de notation, un ensemble très complet de règles destinées à éviter les manipulations de marché »<sup>512</sup>.

#### b) La directive sur l'accès à l'activité des établissements de crédit

Le deuxième élément de la législation communautaire ayant un impact sur les agences est la directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice portant refonte de la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, du 20 mars 2000, concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et de la directive 93/6/CEE du Conseil, du 15 mars 1993, sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit. Cette directive reprend les règles énoncées par l'accord de Bâle II et prévoit donc l'utilisation d'organismes externes d'évaluation de crédit (principalement les agences de notation) pour définir les pondérations de risques appliquées aux positions des banques et des entreprises d'investissement. Ces organismes doivent être reconnus compétents afin de pouvoir entrer dans le cadre de cette directive. Pour être reconnues par les autorités compétentes, leurs évaluations de crédit doivent être attribuées de manière objective<sup>513</sup>, indépendante<sup>514</sup>, faire l'objet d'un examen continu<sup>515</sup> et leurs

---

<sup>509</sup> Commission européenne, *Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts*, 22 décembre 2003.

<sup>510</sup> *Ibid.*, Considérant 10.

<sup>511</sup> *Ibid.*

<sup>512</sup> Commission européenne, *Communication de la Commission sur les agences de notation (2006/ C 59/02)*, *op. cit.*, paragraphe 3.1.

<sup>513</sup> Parlement européen et Conseil, *Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte)*, 20 juin 2006. Annexe VI, partie 2, article 1.1 : « Les autorités compétentes vérifient que la méthode utilisée pour attribuer des évaluations de crédit est rigoureuse, systématique, constante et assujettie à une procédure de validation fondée sur des données historiques. ».

méthodes être transparentes et publiées<sup>516</sup>. Cette législation est très incertaine même si elle concerne les règles de conduite que les agences doivent suivre si elles veulent être reconnues par les autorités compétentes (dans le cas contraire, le risque de perdre des parts de marché est important). Le problème du pouvoir d'influence des agences sur les marchés financiers ne disparaît pas avec ce texte qui au contraire le renforce.

### c) La directive sur les marchés d'instruments financiers

Le troisième élément de réglementation européenne à propos des agences de notation est la directive concernant les marchés d'instruments financiers<sup>517</sup> (qui a fait l'objet d'une refonte en 2014). Cette directive s'appliquait principalement aux agences de notation qui fournissaient des services, des conseils et des activités d'investissement afin que les activités auxiliaires ne compromettent pas la qualité et l'objectivité des notations de crédit. Dans un tel cas, une agence fournirait des « conseils en investissement » au sens de la directive<sup>518</sup>. Dès lors, les dispositions sur les conflits d'intérêts s'appliqueront.

Il est donc possible d'affirmer qu'avant la crise financière et la mise en place du premier règlement européen, les agences de notation n'étaient que très peu contrôlées au sein de l'Union européenne. Certaines règles existaient bien, mais elles étaient superficielles, révélant une considération limitée de l'activité des agences de notation.

### 2) *L'intérêt relatif de l'Union Européenne pour les agences de notation financière*

Avant la crise financière internationale de 2008, il est difficile de trouver des documents de travail européens concernant les agences de notation. En effet, seulement deux textes y font référence, à savoir un rapport d'initiative de la Commission économique et monétaire sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (a) et une Communication de la Commission sur les

---

<sup>514</sup> *Ibid.*, article 1.2 « Indépendance »

<sup>515</sup> *Ibid.*, article 1.3 « Examen continu ».

<sup>516</sup> *Ibid.*, article 1.4 : « Les autorités compétentes prennent les mesures nécessaires pour garantir que les principes sous-tendant les méthodes employées par les OEEC aux fins de l'établissement de leurs évaluations de crédit sont rendus publics, de manière à permettre à tous les utilisateurs potentiels de déterminer s'ils sont fondés. ».

<sup>517</sup> Parlement européen et Conseil, *Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil*, 30 avril 2004.

<sup>518</sup> *Ibid.*, article 4, paragraphe 4 : « «conseil en investissement»: la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers ».

agences de notation (b).

a) Le rapport d'initiative de la Commission économique et monétaire sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit

L'un des premiers textes au sein de l'UE est le rapport d'initiative de la Commission économique et monétaire sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081(INI)). Ce texte de 2004 indique une position de l'Union Européenne vis à vis des agences plutôt tranchée. Ainsi, un certain nombre de problèmes sont soulevés comme la situation oligarchique des agences<sup>519</sup> qui sont pour la plupart américaines<sup>520</sup>, les potentiels conflits d'intérêt<sup>521</sup> mais aussi le manque d'autorité réglementaire en la matière<sup>522</sup>. De plus, l'UE se rend bien compte de la prise d'importance des agences à travers le point K disposant que « [...] les agences sont de plus en plus nombreuses à délivrer des notes fondées sur des critères autres que financiers, comme les critères éthiques, sociaux ou environnementaux, et que ces notations influenceront sans doute de plus en plus sur les décisions de placement des particuliers et des investisseurs professionnels ». L'UE à travers ce document reconnaît le rôle joué par les agences auprès des différents acteurs économiques ; il est ainsi affirmé que l'UE « reconnaît le rôle joué par les agences de notation dans la réduction du coût des capitaux, en ce sens qu'elles atténuent les asymétries d'information entre les acteurs du marché et renforcent le sentiment de confiance dans l'aptitude à honorer ses dettes »<sup>523</sup>. Il est aussi reconnu, et à juste titre, « l'utilité que revêt pour les emprunteurs, les investisseurs et les autorités de réglementation l'évaluation par les agences de notation de la solvabilité des débiteurs et de leur positionnement au regard de critères autres que financiers »<sup>524</sup> tout en soulignant « les risques que recèle une dépendance aussi forte à l'égard de cette évaluation »<sup>525</sup>.

Ce texte fait également état d'un certain nombre de propositions dans le but de mettre en place une réglementation des agences de notation. Il est d'ailleurs relevé que le système réglementaire

---

<sup>519</sup> KATIFORIS G., Parlement Européen, Commission économique et monétaire, *Rapport sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081(INI))*, 29 janvier 2004. Point C : « considérant que le secteur des agences de notation présente une structure fortement concentrée, sur le plan mondial comme au niveau local ».

<sup>520</sup> *Ibid.*, Point E : « considérant que les agences de notation sont centrées, de par l'identité de leurs propriétaires et des entreprises notées, principalement sur les États-Unis ».

<sup>521</sup> *Ibid.*, Point D : « considérant que des conflits potentiels d'intérêts ont été relevés dans les méthodes de rémunération, les conditions de l'accès aux informations privilégiées et les activités connexes des agences de notation ».

<sup>522</sup> *Ibid.*, Point I : « considérant qu'il n'existe pas dans l'Union européenne une autorité de réglementation comparable à la SEC ».

<sup>523</sup> *Ibid.*, Point 2.

<sup>524</sup> *Ibid.*, Point 1

<sup>525</sup> *Ibid.*

américain n'est peut-être pas le bon<sup>526</sup>, mais qu'au niveau européen, aucun organisme ne permet de contrôler les agences<sup>527</sup>. Ce texte propose en premier lieu la mise en place d'un système d'enregistrement des agences (système qui sera l'une des premières mesures prises par l'UE à la suite de la crise) « sur la base de critères bien précis et rendus publics »<sup>528</sup>. Ce rapport va également encourager une coopération avec les autorités américaines<sup>529</sup>, mais aussi favoriser l'émergence de nouvelles agences afin de mieux répondre aux besoins et mettre fin à l'oligopole actuel<sup>530</sup>. Les prémices d'une réglementation sont également présentes au point 9, afin « [...] d'assurer une plus grande transparence dans les activités des agences de notation et à la nécessité d'étudier un mécanisme de réglementation d'ici au 31 juillet 2005 et périodiquement après cette date ». Les propositions de ce rapport sont une réelle préfiguration des futurs textes réglementaires adoptés par la suite. En effet, que ce soit dans le règlement de 2009, celui de 2011 ou encore de 2013, l'ensemble de ces idées seront reprises et approfondies.

#### b) La Communication de la Commission sur les agences de notation

La Communication de la Commission sur les agences de notation de 2006<sup>531</sup>, deuxième texte relatif aux agences de notation financière, après un examen détaillé des différentes directives évoquées précédemment, met en lumière les principales préoccupations que suscitent les agences<sup>532</sup>. Elle répertorie la qualité des notations, la transparence des méthodes, la nécessité d'indépendance et d'objectivité des notations, l'accès des agences de notation aux informations confidentielles détenues

<sup>526</sup> *Ibid.*, point F : « considérant que les autorités de réglementation des États-Unis (la SEC) ont conféré à un certain nombre d'agences le statut d'organisations de notation statistique reconnues sur le plan national (NRSRO) et instauré entre les agences une hiérarchie susceptible d'avoir de graves conséquences dans l'ordre réglementaire et lourde de connotations protectionnistes ».

<sup>527</sup> *Ibid.*, point I : « considérant qu'il n'existe pas dans l'Union européenne une autorité de réglementation comparable à la SEC ».

<sup>528</sup> *Ibid.*, point 5 : « prie la Commission de prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment la réalisation d'une étude coût-avantages des effets sur les marchés financiers européens, pour établir s'il est nécessaire d'instaurer, sous les auspices du Comité Européen des Régulateurs des marchés de Valeurs Mobilières (CERVM), un système européen pour l'enregistrement en Europe des agences de notation, effectué sur la base de critères bien précis et rendus publics — en particulier la crédibilité auprès des acteurs du marché, l'objectivité, l'indépendance, la compétence du personnel, la solidité financière, l'existence de procédures internes permettant d'identifier et de traiter les conflits d'intérêts et la transparence des opérations; prie, à cet égard, la Commission d'entretenir d'étroits contacts avec d'autres régulateurs des marchés de valeurs mobilières et l'Organisation internationale des commissions de valeurs, de manière à assurer la cohérence globale de toutes les évolutions dans ce secteur; demande aussi à la Commission de lui faire rapport sur les développements en ce domaine d'ici au 31 juillet 2005 et périodiquement après cette date ».

<sup>529</sup> *Ibid.*, point 6 : « invite la Commission et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) à établir et à entretenir d'étroits contacts avec les autorités états-uniennes au sujet de la conduite et des résultats de leur enquête, ainsi qu'à informer le Parlement des évolutions réglementaires qui pourraient être décidées aux États-Unis ».

<sup>530</sup> *Ibid.*, point 7 : demande que soit favorisée l'émergence en Europe d'agences de notation qui prennent plus en compte que le font les agences actuelles les particularités et les besoins spécifiques des petites et moyennes entreprises ».

<sup>531</sup> Commission européenne, *Communication de la Commission sur les agences de notation (2006/C 59/02)*, *op. cit.*

<sup>532</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.3 : « Les questions jugées préoccupantes ».

par les émetteurs et que les agences ne peuvent utiliser dans le cadre d'une autre activité et enfin leur situation d'oligopole. Ce texte dispose en conclusion que « aucune initiative législative nouvelle n'est nécessaire à l'heure actuelle. Un des principes fondamentaux du « mieux légiférer » est de veiller à ce que le recours aux solutions législatives ne soit envisagé que lorsque ces solutions sont strictement nécessaires à la réalisation d'objectifs des politiques publiques. La Commission est convaincue que la pertinence d'une nouvelle initiative législative dans ce domaine n'est toujours pas démontrée »<sup>533</sup>. Plus encore, la Commission affirme également que « la Commission est persuadée que ces directives — associées à l'auto-règlementation que les agences développeront sur la base du nouveau Code de l'OICV — fourniront une réponse à tous les problèmes majeurs à propos desquels le Parlement européen avait exprimé des préoccupations ». Elle indique également que « il est encourageant de constater que de nombreuses agences de notation ont élaboré leurs propres codes de conduite sur la base du Code de l'OICV. Mais il ne suffit pas d'élaborer de tels Codes, il faut encore les mettre en pratique au quotidien. La Commission se propose donc de demander au CERVM de contrôler la bonne application du Code de l'OICV et de lui faire rapport tous les ans ». Dans un autre document de mars 2005<sup>534</sup>, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières allait dans le même sens en disposant qu'il est nécessaire « de ne pas présenter de nouvelle proposition sur les agences de notation, au motif que les directives en vigueur dans le domaine des services financiers dont relevaient ces dernières apportaient déjà une solution à tous les problèmes majeurs pointés du doigt par le Parlement européen ».

Enfin, il est important de souligner que la Commission européenne comptait sur un équilibre entre législation (les trois directives) et autorégulation (dispositions du Code de l'OICV principalement), pour assurer la protection des investisseurs, l'équité du marché ainsi que l'efficacité et la transparence de la notation. « Elle prévoyait de réévaluer son approche dans le cas où : – le manque de respect des règles de l'UE ou des normes de l'OICV pénaliserait les marchés financiers ; – de nouvelles évolutions généreraient des problèmes sérieux de défaillance de marché ; – des changements significatifs dans la législation régissant ces activités dans d'autres parties du monde, interviendraient »<sup>535</sup>.

L'UE n'avait alors que peu de textes relatifs aux agences de notation financière et ceux-ci ne s'accordaient pas tout le temps sur la marche réglementaire à suivre. Ajouté à cela le faible nombre de textes permettant de contrôler les agences, une carence évidente existait au sein de la

<sup>533</sup> *Ibid.*, Paragraphe 4, « Conclusion ».

<sup>534</sup> CERVM, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies. CESR/05/139b*, mars 2005.

<sup>535</sup> Comité économique et financier, *Projet de conclusion sur la transparence et les agences de notation*, 25 juin 2008.

réglementation européenne. Cette carence en termes de contrôle est par ailleurs d'autant plus dommageable que les agences jouent un rôle important au sein de l'UE.

## B) L'importance du rôle des agences de notation au sein de l'Union européenne

Les agences de notation ont toujours occupé une place significative dans le système économique de l'Union européenne. Elles y ont été institutionnalisées via différents mécanismes (1), et ont joué un rôle important lors de la crise de la zone euro (2).

### 1) *L'institutionnalisation des agences de notation financière au sein de l'UE*

L'institutionnalisation des agences de notation financière s'est d'abord effectuée d'un point de vue mondial (a). Ce n'est que par la suite que l'UE, qui a suivi ce mouvement, a institutionnalisé les agences en son sein (b).

#### a) Une institutionnalisation internationale

Avant la crise financière de 2007, l'institutionnalisation des agences de notation au sein de l'UE est à l'image de celle qu'il est possible de constater au niveau international. Au niveau international, la fonction réglementaire des agences est devenue la clef du fonctionnement de l'industrie de la notation. Ainsi, l'habituelle référence aux notes dans le cadre législatif a institutionnalisé le rôle des agences, assuré leur développement et les a légitimées. Un principe s'est d'ailleurs imposé : celui de la « licence réglementaire » théorisée notamment par les travaux universitaires de Frank Partnoy<sup>536</sup>. Selon cette analyse, « une fois la référence aux notations inscrite durablement dans les réglementations, les agences de notation ne commercialisent non plus de simples opinions mais des droits d'accès réglementés c'est-à-dire des licences permettant à l'entité notée et aux investisseurs de bénéficier favorablement des règles en vigueur »<sup>537</sup>. Mais, face aux critiques visant la dépendance aux agences et face aux discours visant à une « désintoxication » des régulateurs, les principales agences de notation se sont officiellement élevées contre l'utilisation réglementaire de leurs notations. Afin de se dégager de toute responsabilité, elles soulignent que

<sup>536</sup> PARTNOY F., *How and why Credit rating Agencies are not like other gatekeepers*, San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, 4 mai 2006, 45 p.

<sup>537</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 77.

leurs notations ne visent pas à correspondre à un taux de défaut absolu et qu'elles n'ont pas été conçues à des fins d'utilisation réglementaire. *S&P* affirme ainsi que « Dans la mesure où il existera toujours des événements imprévisibles, la notation de crédit ne peut être une science exacte. C'est pourquoi les notations émises par *Standard and Poor's* sont des opinions et ne sont pas conçues comme des garanties de la qualité de crédit ou de la mesure exacte de la probabilité qu'un émetteur particulier ou une émission de titres fassent défaut. Au contraire, les notations expriment des opinions relatives sur la solvabilité d'un émetteur ou sur la qualité d'une émission de titres, de la plus forte à la plus faible, au sein du référentiel global du risque de crédit. La probabilité de défaut est l'élément primordial de notre analyse de solvabilité. Ainsi, *Standard and Poor's* considère qu'une obligation notée AA possède une meilleure qualité de crédit qu'une obligation notée BBB. Pour autant, la notation AA ne garantit aucunement l'absence de défaut mais représente, seulement, sur le fondement de notre opinion, une moindre probabilité de défaut qu'une notation BBB »<sup>538</sup>. *Moody's* affirme de son côté que « bien que les notations puissent être utilisées par les autorités bancaires pour classer des actifs dans le cadre de la procédure d'évaluation bancaire, les notations de *Moody's* ne sont pas conçues avec ces procédures à l'esprit. Le jugement de *Moody's* quant à l'opportunité pour une banque d'investir ou non dans une obligation n'est pas contenu dans les notations de *Moody's* »<sup>539</sup>. Enfin, *Fitch* dispose que « les notations sont des mesures relatives du risque ; par conséquent, le fait de noter des entités ou des obligations dans une même catégorie peut ne pas refléter les légères différences dans le degré de risque. La notation de crédit, en tant qu'opinion sur un classement relatif de probabilité de défaut, n'implique ni ne fournit un indicateur de la probabilité statistique de faire défaut, malgré les historiques de défaut publiés par l'agence qui peuvent être mesurés au regard des notations au moment du défaut. Les notations sont des opinions sur une qualité relative de crédit et non une mesure prédictive de la probabilité de défaut spécifique »<sup>540</sup>.

---

<sup>538</sup> Site internet de *Standard & Poor's*, « Since there are future events and developments that cannot be foreseen, the assignment of credit ratings is not an exact science. For this reason, Standard and Poor's ratings opinions are not intended as guarantees of credit quality or as exact measures of the probability that a particular issuer or particular debt issue will default. Instead, ratings express relative opinions about the creditworthiness of an issuer or credit quality of an individual debt issue, from strongest to weakest, within a universe of credit risk. The likelihood of default is the single most important factor in our assessment of creditworthiness. For example, a corporate bond that is rated 'AA' is viewed by Standard and Poor's as having a higher credit quality than a corporate bond with a 'BBB' rating. But the 'AA' rating isn't a guarantee that it will not default, only that, in our opinion, it is less likely to default than the 'BBB' bond ».

<sup>539</sup> Site internet de *Moody's*, « Though ratings may be used by the banking authorities to classify bonds in their bank examination procedure, Moody's ratings are not made with these bank regulations in mind. Moody's Investors Service's own judgement as to the desirability or non-desirability of a bond for bank investment purposes is not indicated by Moody's ratings ».

<sup>540</sup> Site internet de *Fitch ratings*, « Ratings are relative measures of risk; as a result, the assignment of ratings in the same category to entities and obligations may not fully reflect small differences in the degrees of risk. Credit ratings, as opinions on relative ranking of vulnerability to default, do not imply or convey a specific statistical probability of default, notwithstanding the agency's published default histories that may be measured against ratings at the time of

Il est possible d'affirmer de plus que la dépendance réglementaire aux agences de notation a eu des conséquences importantes pour l'ensemble des acteurs des marchés obligataires. Ainsi par exemple, les investisseurs ont été forcés de se référer aux notations, sous peine de se retrouver avec des titres délaissés et dont le potentiel boursier devenait très limité, voire perdait toute attractivité. L'enquête réalisée par l'IFOP pour le Sénat français en 2012 auprès des investisseurs professionnels français sur la confiance portée aux agences de notation montre que 18% d'entre eux sont obligés d'acheter des titres qui ont reçu une certaine note par une réglementation externe<sup>541</sup>. Cette institutionnalisation des agences et les conséquences qui en découlent au niveau international se manifestent également au sein de l'UE.

b) Les conséquences de l'institutionnalisation internationale des agences de notation au sein de l'UE

Les conséquences de l'institutionnalisation internationale des agences de notation au sein de l'UE s'illustrent notamment à travers la transposition des accords de Bâle II par la directive du 14 juin 2006 sur les fonds propres réglementaires. Cette directive entrée en application en 2008 met en place au sein de l'UE toutes les dispositions permettant aux agences de jouer le rôle réglementaire prévu par cet accord. Dans le cadre européen, il est également nécessaire d'évoquer l'Eurosystème<sup>542</sup> qui utilise la notation pour déterminer la qualité des actifs acceptés en garantie. L'Eurosystème reconnaît quatre références : les agences de notation ou « organismes externes d'évaluation de crédit », les systèmes d'évaluation du crédit développés par les banques centrales, les modèles internes développés par les banques et les outils de notation développés par des opérateurs tiers. En ce qui concerne les OEEC, certaines conditions doivent être respectées pour permettre leur accès à l'Eurosystème. En plus d'être reconnu par un superviseur national, un OEEC doit mettre à la disposition de l'Eurosystème les informations concernant ses évaluations ou encore donner les éléments permettant la comparaison des évaluations par rapport au seuil de qualité du crédit défini par l'Eurosystème. En 2012, quatre agences OEEC enregistrées dans l'Union européenne étaient acceptées par l'Eurosystème : *S&P*, *Moody's*, *Fitch* et *DBRS*. Depuis 2008, l'Eurosystème différencie trois paliers de défaut : le risque 1 correspond à une probabilité de défaut inférieure à 0,10 % et le risque 2 à une probabilité de défaut comprise entre 0,10 % et 0,40 %. Le risque 3 se

---

default. Credit ratings are opinions on relative credit quality and not a predictive measure of specific default probability».

<sup>541</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 77.

<sup>542</sup> L'Eurosystème est un organe de l'UE qui regroupe la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des États membres de l'UE ayant adopté l'euro. L'Eurosystème est l'autorité monétaire de la zone euro.

situé au-delà de 0,40 %.

*Tableau n°14: correspondance entre les échelles de notation et les probabilités de défaut retenues par l'Eurosystème<sup>543</sup>*

|                   |                            | Classement de la qualité du crédit du point de vue de la Banque centrale européenne |                                                                 |                                                             |
|-------------------|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
|                   |                            | <b>Risque 1</b><br>(probabilité de défaut de 0,1 %)                                 | <b>Risque 2</b><br>(probabilité de défaut entre 0,1 % et 0,4 %) | <b>Risque 3</b><br>(probabilité de défaut au-delà de 0,4 %) |
| <b>Long terme</b> | <b>DBRS</b>                | AAA/AAH/AA/A<br>AL                                                                  | AH/A/AL                                                         | BBBH/BBB                                                    |
|                   | <b>Fitch</b>               | AAA/AA+/AA/A<br>A-                                                                  | A+/A/A-                                                         | BBB+/BBB/BBB-                                               |
|                   | <b>Moody's</b>             | Aaa/Aa1/Aa2/Aa3                                                                     | A1/A2/A3                                                        | Baa1/Baa2/Baa3                                              |
|                   | <b>Standard and Poor's</b> | AAA/AA+/AA/A<br>A-                                                                  | A+/A/A-                                                         | BBB+/BBB/BBB-                                               |

L'Eurosystème a fait évoluer sa réglementation interne non pas pour supprimer toute référence aux notations, mais pour limiter leur impact automatique. Ainsi, jusqu'en octobre 2008, l'Eurosystème visait une probabilité de défaut inférieure à 0,1% ; la crise a alors conduit à relever le plafond à 0,4%. Il est donc facile de s'apercevoir à travers l'étude de ce système à quel point le recours aux agences de notation est institutionnalisé au sein de l'UE.

La Banque de France par exemple considère pour sa part que « pour les titres négociables, les notations d'agences restent des références incontournables [...]. Mais cette dépendance est limitée par trois éléments : seule la meilleure notation des titres non adossés à des actifs est retenue par l'Eurosystème, ce qui rend l'éligibilité moins sensible aux éventuelles dégradations décidées par l'une ou l'autre des agences de notation. En second lieu, la notation n'est pas le seul critère retenu dans notre analyse. Ainsi, les ABS à structure complexe ne sont pas éligibles, quelles que soient les notations obtenues. [Troisièmement] A l'inverse, des titres souverains des pays sous-développés

<sup>543</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 76.

sont restés éligibles alors que leur notation tombait en deçà des seuils de droit commun. Nous favorisons progressivement les produits dont les acteurs de marché sont à même de juger la qualité, sans avoir besoin de recourir mécaniquement à la notation des agences »<sup>544</sup>. Il faut enfin préciser qu'à la fin 2011, aucun chiffre n'étant trouvable pour l'année 2009 ou les années précédentes, « sur les 2 017 milliards d'euros de garanties déposés auprès de l'Eurosystème, 75 % étaient admis sur la base d'une notation émise par une agence »<sup>545</sup>. L'utilisation de la notation par les banques centrales européennes était donc très importante.

Cette utilisation des notes à des fins réglementaires permettant aux agences de jouer un rôle institutionnel a particulièrement été mise en lumière lors de la crise de la zone euro.

## 2) *Le rôle des agences de notation lors de la crise de la zone euro*

Comme partout dans le monde, les agences de notation financière ont vivement été critiquées pour le rôle qu'elles ont joué au sein de l'UE pendant et après la crise. Elles ont particulièrement été prises pour cible lors de la crise grecque (a) et leur impact lors de la crise de la zone euro n'a pas non plus été négligeable (b).

### a) La mise en cause des agences de notation financière à l'occasion de la crise grecque

Les agences de notation ont tout d'abord été fortement mises en cause lors de la crise de la dette publique grecque en 2010, étant accusées d'alimenter les spéculations des marchés financiers. En effet, fin octobre 2009, *Fitch* abaisse la note de la Grèce avec une perspective négative. Quelques jours plus tard, l'agence *Moody's* place le pays sous surveillance négative, suivie le 7 décembre par *S&P*. *Fitch* a ensuite, le 8 décembre, abaissé de plusieurs crans la note souveraine de la Grèce, de A- à BBB+ (baisse assortie d'une perspective négative). Durant le même mois, *S&P* ramenait à BBB+ et *Moody's* à A2 la note grecque. Une nouvelle vague de dégradations est ensuite intervenue en avril 2010, avec tout d'abord l'abaissement de la note de la Grèce par *Fitch* à BBB- le 9 avril, puis celui de *Moody's* le 22 avril. Par la suite, la note grecque sera dégradée en catégorie spéculative le 27 avril par *S&P* et en juin 2010 par *Moody's*. Ces dégradations successives ont notamment entraîné une hausse des taux d'intérêt. Elles ont été critiquées pour plusieurs raisons. D'abord, le risque de défaut de remboursement n'avait en réalité que très peu augmenté du fait

---

<sup>544</sup> *Ibid.* p. 76-77.

<sup>545</sup> *Ibid.*, p. 77.

notamment du nombre très important de contrats CDS souscrits par les prêteurs pour pouvoir couvrir un éventuel défaut de paiement. Ensuite, plusieurs États de la zone euro ainsi que le FMI ont apporté des garanties à la Grèce. Le 2 mai 2010, un prêt de 110 milliards d'euros était accordé. Le 21 juillet 2010, un deuxième plan d'aide de 159 milliards d'euros est lancé. D'autre part, pour certains, le phénomène d'auto-réalisation et l'influence des agences sur les marchés ont joué un rôle important dans le cas de la Grèce. « [...] l'action des agences de notation et la perception du marché vis-à-vis de la dette grecque semblent inter-réagir : d'un côté les « spreads » de crédit augmentent du fait de l'anticipation de nouvelles dégradations de la part des agences de notation, de l'autre les agences dégradent effectivement leurs notes compte tenu de la détérioration des conditions de financement des États. On observe ainsi une entrée en résonance entre les marchés et l'action des agences qui a contribué à une aggravation de la crise en mai 2010 »<sup>546</sup>. Les agences ont donc été critiquées par les gouvernements européens et les instances de l'union. Chantal Hughes, porte-parole de la Commission européenne, a ainsi affirmé que « la Commission européenne attend de toutes les agences de notation qu'elles soient responsables et fassent leur travail de manière responsable et rigoureuse »<sup>547</sup> ajoutant que « les agences de notation financière doivent agir de façon responsable lorsqu'elles étudient la dette souveraine de pays de la zone euro qui, comme la Grèce, peinent à surmonter la crise financière »<sup>548</sup>. Christine Lagarde, alors Ministre français de l'économie, a reproché aux agences à propos de la Grèce : « On ne dégrade pas un pays dans les conditions où sa notation a été dégradée, c'est-à-dire quinze minutes avant la clôture [des marchés] pour précipiter des achats ou des ventes »<sup>549</sup>. Les agences n'ont pas su anticiper les conséquences de l'augmentation de la dette publique du pays, de sa perte de compétitivité et des faiblesses de son système fiscal, et donc *in fine*, le risque de défaut du pays. Une sur-notation de ce pays a eu lieu en partie car les agences considéraient que son appartenance à la zone réduisait le risque de défaut de paiement. Pendant longtemps, les agences ont considéré que cette appartenance réglait tous les problèmes, « alors qu'au contraire, un pays comme la Grèce a dû en partie son développement économique entre les années 70 et 90 à la dépréciation régulière de la Drachme qui maintenait un certain niveau de compétitivité. Avec l'entrée dans la zone euro, la marge de manœuvre monétaire a disparu »<sup>550</sup>. Ainsi, en 4 ans (entre 1999 et 2003) *Fitch* et *S&P* ont relevé la note de la Grèce respectivement de trois et quatre crans sans qu'il y ait de véritables justifications économiques ou financières. « En effet, aucune amélioration des fondamentaux macroéconomiques,

<sup>546</sup> AMF, *Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation*, 9 juillet 2010, p. 7.

<sup>547</sup> « L'UE appelle les agences de notation à être responsables », *LesEchos.fr*, 28 avril 2010.

<sup>548</sup> *Ibid.*

<sup>549</sup> « Les agences de notation dans le collimateur de Christine Lagarde », *Le Monde*, 3 mai 2010.

<sup>550</sup> BEGON C., *Le rôle des agences de notation dans la crise de la dette européenne : Pouvoirs et insuffisances du rating souverain en zone euro*, IEP de Toulouse, 2011, p. 51.

des ratios de dette, ou de la productivité du pays n'a été constatée durant cette période-là. Aujourd'hui, les agences tentent de rattraper leur erreur, mais elles dégradent trop tard et sont donc obligées de le faire massivement : ces abaissements de notes ont une action pro-cyclique qui aggrave la crise »<sup>551</sup>. Sans remettre en cause les erreurs et l'influence des agences dans la crise grecque, il est nécessaire d'atténuer (mais pas d'ignorer) leur rôle. En effet, elles ont également été victimes de la dissimulation par la Grèce de son réel endettement. Dans un rapport de 2010, la Commission européenne fait état de « [...] révisions substantielles [qui] ont eu lieu à la suite d'élections politiques, révélant une pratique récurrente de déclarations erronées, dans un environnement où vérifications et mises en équilibre semblent faire défaut, où les informations sont opaques et déformées et les institutions, faibles et insuffisamment coordonnées »<sup>552</sup>. De plus, lors d'une audition devant le Sénat français, « Paul Champsaur<sup>553</sup> a déclaré que « la statistique grecque obéissait aux ordres du Trésor ». De même, selon Jean-Philippe Cotis<sup>554</sup>, « la statistique était inféodée au Trésor, presque « organiquement », et cette consanguinité a posé problème. (...) Les statisticiens grecs étaient dans une situation qui ne correspondait pas à la norme de déontologie. Le Trésor était beaucoup trop consanguin vis-à-vis de la statistique »<sup>555</sup>. Dès lors, même si les agences de notation financière ont eu un rôle indéniable dans la crise grecque, il est important de souligner qu'elles ont été victimes des fausses informations transmises par la Grèce.

#### b) L'impact de l'activité des agences de notation financière dans la crise de la zone euro

Concernant la crise de la zone euro à proprement dite, de nombreux observateurs affirment que l'une des principales explications de cette crise se caractérise par les déficits publics que connaissaient alors certains États ainsi que les difficultés autour des négociations européennes pour sortir de l'impasse. Cependant, il n'est pas possible d'affirmer que les agences de notation n'y ont pas pris part.

---

<sup>551</sup> *Ibid.*

<sup>552</sup> Commission européenne, *Rapport sur les statistiques du déficit et de la dette publics de la Grèce*, COM(2010) 1 final, 8 janvier 2010.

<sup>553</sup> Paul Champsaur est un haut fonctionnaire français, ancien directeur général de l'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee) (1992-2003) et ancien président de l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (ARCEP) (2003-2008). Il a été président de l'Autorité de la statistique publique du 25 mars 2009 au 25 mars 2015.

<sup>554</sup> Jean-Philippe Cotis est un haut fonctionnaire et un économiste français. Spécialiste des politiques macroéconomiques, il a été directeur général de l'Insee d'octobre 2007 à mars 2012. Depuis cette date, il est conseiller maître à la Première chambre de la Cour des comptes.

<sup>555</sup> Sénat français, ARTHUIS J., *Rapport d'information fait au nom de la commission des finances sur la prise en compte de la dette publique dans les comptabilités nationales*, n°374, 31 mars 2010, p. 34.

Ainsi, comme l'expriment certains auteurs tels que MM. Arezki, Candelon, et Sy, certains abaissements de notation proche de la catégorie speculative (comme l'abaissement de la note grecque de A- à BBB+ en décembre 2009) ont un effet sur les pays européens<sup>556</sup>. Mais l'effet sur les pays de la zone euro d'un changement de notation va aussi dépendre du pays duquel provient ce changement de notation. Par exemple, la dégradation de la note souveraine de l'Islande le 24 novembre 2008 a eu un effet sur le marché financier autrichien dans le secteur bancaire et des assurances, mais n'a pas affecté les CDS souverains. En revanche, la dégradation de la note souveraine de la Roumanie le 10 octobre 2008 a eu un effet non seulement sur le marché financier des Pays-Bas et de l'Autriche, mais également sur leurs CDS souverains. Cela montre bien que les effets ne sont pas les mêmes en fonction du pays concerné par le changement de notation<sup>557</sup>. Même s'ils ne sont pas les mêmes partout, les effets sont réels et l'implication des agences indéniable.

De plus, les agences ont contribué à la crise de la zone euro en ne prenant pas en compte le fait que l'appartenance même à cette zone pouvait être un trompe l'œil. Norbert Gaillard affirme ainsi que « l'erreur des agences est d'avoir surnoté la Grèce et, dans une moindre mesure, le Portugal et l'Espagne au cours des années 2000, c'est-à-dire lors des premières années d'existence de la zone euro. De manière globale, elles ont cru alors, à tort, que la simple appartenance à l'Union Européenne (UE), et plus encore à la zone euro, renforcerait la solvabilité d'un État. L'entrée des PECO [Pays d'Europe Centrale et Orientale] dans l'Union européenne illustre parfaitement cette croyance. En novembre 2002, quelques jours après l'annonce de l'entrée de dix nouveaux pays dans l'UE, huit d'Europe de l'Est, plus Chypre et Malte, *Moody's* a relevé les notes de la plupart de ces pays de deux à trois crans, considérant que l'admission dans l'UE permettait de rassurer les marchés et d'avoir un appui institutionnel beaucoup plus fort, ce qui, in fine, améliorerait la solvabilité des pays entrants. Les limites de cette approche sont apparues lorsque la Hongrie a dû faire appel au FMI en 2008 »<sup>558</sup>. L'impact des agences de notation durant la crise de la zone euro s'est principalement manifesté entre 2010 et 2012. « L'évolution des actions de notation souveraine en zone euro a contrasté avec les tendances observées dans d'autres zones géographiques. Alors qu'en zone euro, les dégradations ont dépassé les rehaussements en 2010, l'agence *Moody's* a procédé au niveau mondial à deux fois plus de rehaussements de notation que de dégradations, ces dernières étant essentiellement intervenues en Europe »<sup>559</sup>. Cela continue en 2011 puisque le 5 décembre *S&P*

---

<sup>556</sup> AREZKI R., CANDELON B., N. R. SY A., *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, IMF working paper, WP/11/68, mars 2011, paragraphe C, p. 15.

<sup>557</sup> *Ibid.*, p. 15-16.

<sup>558</sup> Interview donnée dans : JACQUE M., « Les agences de notation ont cru, à tort, que l'appartenance à la zone euro renforcerait la solvabilité d'un État », *LesEchos.fr*, 12 mai 2010.

<sup>559</sup> AMF, *Rapport 2010 de l'AMF sur les agences de notation*, 19 août 2011, p. 21.

place la France ainsi que l'ensemble des pays de la zone euro sous surveillance négative. Le 13 janvier 2012, l'agence dégrade la note de neuf pays de la zone euro, dégradation d'un cran pour la France, l'Autriche, Malte, la Slovaquie et la Slovénie et dégradation de deux crans pour l'Italie, l'Espagne, le Portugal et Chypre. S'ensuit une dégradation de la note du Fonds Européen de Stabilité Financière. Ces décisions ont été motivées selon l'agence par l'aggravation de la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro et des faiblesses structurelles du processus de décision au sein de la zone et de l'Union européenne. Ces dégradations ont eu pour conséquence que les écarts de notation entre les États de la zone euro ont été accrus, la zone euro est alors devenue moins homogène et sa gestion a donc été rendue beaucoup plus difficile.

Ainsi, il est aisé de se rendre compte que dans l'Union Européenne, le cadre réglementaire encadrant les agences de notation était faible. Aucun système de contrôle des règles existantes n'était présent et les agences n'étaient aucunement supervisées. Ce n'est qu'après la crise financière que le système d'auto-régulation de l'activité de notation a été remis en cause et qu'un projet de règlement européen visant à aboutir à un cadre de supervision efficace au niveau communautaire a été élaboré.

## **Paragraphe II : L'adoption du premier règlement européen en 2009**

C'est à la suite du rapport de Jacques de Larosière<sup>560</sup>, mandaté par le Président de la Commission européenne José Manuel Barroso et remis le 25 février 2009, que le premier règlement européen de contrôle de agences de notation financière fut adopté, le règlement (CE) N°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit. Ce tout premier texte normatif spécifique aux agences et un texte à la fois innovant (A) mais cependant incomplet (B).

### **A) Le règlement du 16 septembre 2009, un règlement innovant**

Un long travail préparatoire a été nécessaire pour aboutir au premier règlement européen sur les agences de notation financière (1). La mesure phare de ce règlement est incontestablement la mise en place d'une procédure d'enregistrement des agences de notation, une première sur le vieux continent (2).

---

<sup>560</sup> Présidé par DE LAROSIERE J., *The high-level group on financial supervision in the UE, report*, 25 février 2009.

1) *La préparation du règlement du 16 septembre 2009*

Entre la proposition de règlement et le règlement lui-même, à peine un peu plus d'un an s'est écoulé. C'est à la demande de la Commission européenne qu'un rapport sur les instruments de crédit structurés a été élaboré par le CERVM. Ce rapport publié en mai 2008 a mis en évidence les actions spécifiques à entreprendre pour améliorer le contrôle des agences de notation financière<sup>561</sup>. Par la suite, de nombreux autres documents ont permis l'élaboration de ce premier règlement. Le 25 juin 2008, le Comité économique et financier note dans un premier temps « [...] avec satisfaction que l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) procède à la révision de son Code de conduite au niveau international » et considère que « les modifications apportées au Code de conduite de l'OICV fournissent un point de référence minimum [...] ». Cependant, le Comité « partage l'avis de la Commission selon lequel les initiatives menées actuellement ne répondent pas pleinement aux défis qui se présentent, que des mesures complémentaires sont nécessaires et que des modifications de la réglementation pourraient l'être ». Le 8 juillet 2008, le Conseil des affaires économiques et financières de l'Union décide de soutenir les propositions de la Commission quant à la mise en place d'un système d'enregistrement des agences<sup>562</sup>. Le 16 octobre 2008, le Conseil de l'UE demande à la Commission d'établir une proposition législative visant à renforcer l'encadrement et la supervision des agences de notation. Le 12 novembre de la même année, Charles McCreevy, alors Commissaire au marché intérieur en charge de la régulation financière, fait adopter par la Commission une proposition législative relative aux agences de notation<sup>563</sup>. Il est expliqué dans ce texte en quoi une réglementation communautaire sur les agences de notation respecte le principe de subsidiarité énoncé à l'article 5, deuxième alinéa, CE, aux termes duquel la Communauté n'intervient que si et dans la mesure où les objectifs de l'action envisagée ne peuvent pas être réalisés de manière suffisante par les États membres et peuvent donc, en raison des dimensions ou des effets de l'action envisagée, être mieux réalisés au niveau communautaire. Ainsi, l'activité des agences a une influence sur l'ensemble de la Communauté européenne et plus particulièrement sur son marché et l'absence de cadre réglementaire ou un cadre réglementaire défaillant dans un des États membres pourrait affecter l'ensemble du marché européen. « Le règlement proposé respecte aussi le principe de proportionnalité énoncé à l'article 5, troisième alinéa, du traité CE : il ne cible pas toutes les agences de notation, mais seulement celles dont les notations sont utilisées à des fins

<sup>561</sup> SIMON Y., *Notation et Agences de Rating, Economica*, p. 141.

<sup>562</sup> Conseil de l'Union européenne, *Council conclusions on Transparency and Rating Agencies*. 2882<sup>nd</sup> *Economic and Financial affairs Council meeting*, Bruxelles, 8 juillet 2008.

<sup>563</sup> Commission des communautés européennes, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit*, {SEC(2008) 2745} {SEC(2008) 2746}, 12 novembre 2008.

réglementaires par les établissements financiers, c'est-à-dire celles dont l'activité a un impact potentiellement élevé sur le système financier »<sup>564</sup>. Il est également relevé que sur un plan mondial, avoir une position convergente sur le plan communautaire rendrait l'UE plus forte face à d'autres ordres juridiques importants comme peuvent l'être les États-Unis. Un règlement permettra de mettre en place beaucoup plus rapidement qu'une directive un cadre réglementaire uniforme et engendrera moins de contraintes administratives pour les agences puisqu'un seul texte s'appliquera. Cette proposition de règlement contient enfin un certain nombre de propositions. En ce qui concerne le champ d'application, la proposition prévoit l'introduction d'un régime d'enregistrement et de surveillance juridiquement contraignant pour les agences de notation émettant des notations de crédit pour utilisation à des fins réglementaires par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance vie et non-vie, les entreprises de réassurance, les organismes de placement collectif et les fonds de pension. (article 2). D'autres propositions portent sur l'indépendance et prévention des conflits d'intérêts (articles 5 et 6 et annexe I, sections A, B et C), la qualité des notations (article 7), les obligations de publicité et de transparence (articles 8 à 11 et annexe I, sections B, D et E) et l'enregistrement (articles 12 à 17) et surveillance (articles 19 à 31). Le 25 février 2009, le rapport De Larosière est remis, il y est affirmé « En fait, nous avons deux possibilités : la première, le chacun pour soi; ou la seconde, une coopération européenne renforcée, pragmatique, raisonnable pour le bien de tous et pour une économie mondiale ouverte. Cette solution offre sans aucun doute des avantages économiques, et c'est pourquoi nous la préférons »<sup>565</sup>. Le 15 avril 2009, les représentants de la Commission économique et monétaire du Parlement et la présidence du Conseil européen s'accordent sur un texte voté le 23 avril 2009 par le Parlement. Le 16 septembre 2009, le premier règlement sur les agences de notation financière est publié au *Journal officiel de l'Union Européenne*. Ce règlement « s'applique aux notations de crédit qui sont émises par des agences de notation de crédit enregistrées dans la Communauté et qui sont communiquées au public ou diffusées sur abonnement »<sup>566</sup>. Sont donc exclues du champ de ce règlement les notations personnalisées de nature privée (qui relèveraient alors du Conseil et tomberaient dans le champ d'application de la directive relatives aux marchés d'instruments financiers), les scores de crédit, les notations établies par des organismes de crédit à l'exportation et les notations établies par les banques centrales. Ce règlement donne au régulateur le pouvoir de superviser l'activité des agences de notation, d'accéder à tous leurs documents et de procéder à des

---

<sup>564</sup> Parlement européen et Conseil, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit*, Paragraphe 2.2.

<sup>565</sup> Présidé par DE LAROSIERE J., *op. cit.* p. 4.

<sup>566</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) N°1060/2009, op.cit.*, article 2.

inspections dans leur locaux avec ou sans préavis<sup>567</sup>. Le texte instaure également un système de surveillance des agences de notation dont la mise en œuvre requiert la coordination entre le CERVM et les autorités nationales, et entre les autorités des différents États membres, d'origine et d'accueil. Cette coordination est également exigée lors de la procédure d'enregistrement.

## 2) *La mise en place d'une procédure d'enregistrement des agences de notation*

L'enregistrement des agences de notation au niveau européen était un processus encouragé par de nombreux documents de travail. Le rapport d'initiative de la Commission économique et monétaire sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit en fait état, mais également le projet de conclusion sur la transparence et les agences de notation<sup>568</sup> qui dispose que « le Conseil est favorable au principe envisagé par la Commission selon lequel les agences de notation devraient être soumises à un système d'agrément auprès de l'UE »<sup>569</sup>. Dès lors, l'objet principal de ce premier règlement européen est l'établissement d'une procédure d'enregistrement des agences de notation financière. Il s'agit d'une procédure associant le CERVM et les autorités des États membres. Ce sont les articles 14 et suivants qui décrivent la procédure d'enregistrement. L'enregistrement ouvre droit à l'utilisation des notations à des fins réglementaires par leurs utilisateurs. Toutes les agences établies en Europe et dont les notes sont destinées à être utilisées à des fins réglementaires doivent déposer une demande d'enregistrement auprès du CERVM. La procédure d'enregistrement se compose d'une phase d'enregistrement de la demande et d'une phase d'instruction. Le règlement prévoit également le cas où certaines agences de notation de crédit se composent de plusieurs entités juridiques liées entre elles (entreprise mère et filiales), formant ensemble un groupe d'agences de notation de crédit. Lorsqu'un groupe d'agences de notation demande l'enregistrement, les membres du groupe donnent à l'un d'entre eux mandat de soumettre toutes les demandes au CERVM, au nom du groupe<sup>570</sup>. Le dispositif prévoit que l'agence de notation mandatée fournit les informations requises pour chaque membre du groupe (article 17).

Ainsi, une agence de notation doit soumettre sa demande d'enregistrement au CERVM et, dans un délai de cinq jours ouvrables suivant la réception de la demande, celui-ci la transmet à l'autorité compétente de l'État membre d'origine. L'article 16 paragraphe 1 dispose que l'autorité compétente de l'État membre d'origine et le Collège d'autorités pertinentes désigné par cette dernière disposent alors de 60 jours ouvrables pour examiner la demande. Une prolongation de trente jours peut être

<sup>567</sup> *Ibid.*, article 23, paragraphe 3, alinéa c).

<sup>568</sup> Comité économique et financier, *Projet de conclusion sur la transparence et les agences de notation*, *op. cit.*

<sup>569</sup> *Ibid.*, p. 4.

<sup>570</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) N°1060/2009*, *op.cit.*, article 15, paragraphe 2.

obtenue (paragraphe 2 du même article). De plus, les membres du Collège choisissent un facilitateur afin de coordonner leurs actions et échanges. En cas de désaccord entre les membres du collège, « l'autorité compétente de l'État membre d'origine élabore et soumet au facilitateur un projet de décision de refus dûment motivé, se fondant sur les avis écrits transmis par les membres du collège qui s'opposent à l'enregistrement. Les membres du collège favorables à l'enregistrement élaborent et soumettent au facilitateur une explication détaillée des raisons sur lesquelles ils fondent leurs avis »<sup>571</sup>. Dans un tel cas, le facilitateur intervient (dans un délai maximum de 90 jours après la réception de la demande) et communique au CERVM le projet de décision d'enregistrement ou de refus dûment motivé, accompagné des explications écrites des différentes parties<sup>572</sup>. Le paragraphe 6 dispose que « Dans les vingt jours ouvrables suivant la réception de la communication visée au paragraphe 5, le CERVM communique aux membres du collège pertinent son avis sur la conformité de l'agence de notation de crédit aux exigences d'enregistrement. Après réception de l'avis du CERVM, les membres du collège réexaminent le projet de décision ». Dans les quinze jours ouvrables suivant la réception de cet avis, l'autorité compétente de l'État d'origine arrête une décision et si elle est contraire à l'avis du CERVM, alors elle devra dûment le motiver<sup>573</sup>. Dans le cas d'une acceptation de la demande et comme le précise le paragraphe 3 de l'article 18, « La Commission publie au Journal officiel de l'Union européenne et sur son site internet une liste des agences de notation de crédit enregistrées conformément au présent règlement. [...] ».

Le retrait de l'enregistrement est toutefois possible. Les conditions évoquées dans l'article 20 paragraphe 1 et peuvent être constituées par le renoncement de la part de l'agence de notation ou par le fait que celle-ci ne remplisse plus les conditions sous lesquelles elle a été enregistrée. Les informations à fournir par les agences sont listées à l'annexe II du règlement et tiennent en 17 points tels que la description de leur structure sociale, de leur actionnariat, leurs méthodes de notation, leurs régimes de rémunération, etc.

Enfin, un traitement spécifique est prévu pour les agences de notation opérant exclusivement à partir d'ordres juridiques non européens, pour autant que leur pays d'origine ait instauré un dispositif de réglementation et de surveillance aussi rigoureux que celui mis en place par l'Union européenne. Ainsi, les notations extracommunautaires devront être avalisées (mécanisme d'endossement des notes) par une agence communautaire enregistrée, en conformité avec le

---

<sup>571</sup> *Ibid.*, article 16, paragraphe 4.

<sup>572</sup> *Ibid.*, article 16, paragraphe 5 : « Dans les soixante jours ouvrables suivant la notification visée à l'article 15, paragraphe 5, deuxième alinéa, et, en tout cas, dans les quatre-vingt-dix jours ouvrables si le paragraphe 2 s'applique, le facilitateur communique au CERVM le projet de décision d'enregistrement ou de refus dûment motivé, accompagné des explications détaillées visées au paragraphe 4, deuxième alinéa ».

<sup>573</sup> *Ibid.*, paragraphe 7 : « L'autorité compétente de l'État membre d'origine arrête une décision dûment motivée d'enregistrement ou de refus dans les quinze jours ouvrables suivant la réception de l'avis du CERVM. Si l'autorité compétente de l'État membre d'origine s'écarte de l'avis du CERVM, elle le motive dûment [...] ».

nouveau Règlement. Cette agence sera chargée de vérifier et de contrôler que les activités de notation des agences extracommunautaires sont conformes aux règles. Pour les petites agences extracommunautaires qui ne sont pas présentes dans l'Union européenne, un régime de certification sera mis en place. La Commission européenne décidera au cas par cas de l'équivalence entre le cadre juridique du pays tiers et les dispositions communautaires et par conséquent de la possibilité d'utiliser cette notation dans l'Union européenne.

La procédure d'enregistrement instaurée par le règlement de 2009 est donc une procédure complète et constitue un réel pas en avant, cependant son application et sa mise en œuvre se sont avérées longues. Ainsi, la procédure d'enregistrement des agences du *big three* a duré 14 mois, s'étendant d'août 2010 à octobre 2011. Le nombre de documents communiqués explique cette longueur, près de 28 800 pages (en ce qui concerne les trois principales agences de notation) ayant dû être traitées.

*Tableau n°15 : Nombre de documents et de pages fournies par les trois grandes agences de notation pour leur enregistrement en Europe<sup>574</sup>*

|                            | <b>Nombre de documents</b> | <b>Nombre de pages</b> |
|----------------------------|----------------------------|------------------------|
| <i>Standard and Poor's</i> | 145                        | 2 600                  |
| <i>Moody's</i>             | 92                         | 17 700                 |
| <i>Fitch</i>               | 913                        | 8 500                  |

Cette procédure a été conduite pour l'essentiel par les autorités nationales de régulation et cette multiplicité d'acteurs explique également la longueur du processus. En effet, ces autorités ont dû élaborer une doctrine commune d'examen des dossiers<sup>575</sup>, indispensable pour *S&P*, *Moody's* et *Fitch* qui disposent de filiales dans plusieurs pays européens. La procédure a connu plusieurs phases ; la phase d'examen du caractère complet des trois dossiers s'est achevée aux mois de mars et d'avril 2011, avec l'envoi d'une lettre de complétude aux trois agences (3 mars pour *Fitch*, 14 mars pour *S&P* et 6 avril pour *Moody's*). Cette première phase a été particulièrement longue, au regard du règlement européen qui prévoyait seulement 25 jours pour vérifier que les dossiers étaient complets. Mais il a fallu que les autorités nationales s'accordent sur les documents complémentaires à demander aux agences ; ainsi au moins trois lettres d'incomplétude ont été envoyées à chaque

<sup>574</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 178.

<sup>575</sup> Les axes d'examen ont été regroupés en sept rubriques : organisation générale et gouvernance ; contrôle interne (dont conformité) ; relations commerciales et ressources ; conflits d'intérêts ; procédures de notation et méthodologies ; publications ; endossement.

agence. La phase de complément des dossiers (août 2010 - mars 2011) a été plus longue que la phase d'analyse et de vérification des données fournies par les agences (avril 2011 - octobre 2011).

*Tableau n°16 : Thèmes des échanges entre les autorités européennes chargées de leur enregistrement et les trois grandes agences de notation<sup>576</sup>*

| <b>Séries d'envois</b> | <b><i>Standard and Poor's</i></b>                                                                                                                          | <b><i>Moody's</i></b>                                                                                                                                      | <b><i>Fitch</i></b>                                                                                                                                               |
|------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Août 2010              | Actionnariat<br>Gouvernance<br>Méthodologies<br>Informations financières<br>Externalisation<br>Conflits d'intérêts<br>Ressources humaines<br>Rémunérations | Actionnariat<br>Gouvernance<br>Méthodologies<br>Informations financières<br>Externalisation<br>Conflits d'intérêts<br>Ressources humaines<br>Rémunérations | Actionnariat<br>Gouvernance<br>Méthodologies<br>Informations financières<br>Externalisation<br>Conflits d'intérêts<br>Ressources humaines<br>Rémunérations        |
| Novembre 2010          | Gouvernance<br>Méthodologies<br>Informations financières<br>Externalisation                                                                                | Gouvernance<br>Méthodologies<br>Conflits d'intérêts<br>Rotation des analystes                                                                              | Actionnariat<br>Gouvernance<br>Méthodologies<br>Informations financières<br>Contrôle de conformité<br>Conflits d'intérêts<br>Ressources humaines<br>Rémunérations |
| Janvier - Février 2011 | Gouvernance<br>Méthodologies<br>Conflits d'intérêts<br>Informations financières<br>Rotation des analystes                                                  | Gouvernance<br>Méthodologies<br>Conflits d'intérêts<br>Rotation des analystes Rémunérations<br>Externalisation                                             | Gouvernance<br>Conflits d'intérêts<br>Méthodologies<br>Externalisation<br>Contrôle de conformité                                                                  |
| Printemps 2011         | Gouvernance<br>Méthodologies                                                                                                                               | Contrôle de conformité                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                   |
| Eté 2011               | Gouvernance<br>Méthodologies<br>Contrôle de conformité                                                                                                     | Méthodologies<br>Conflits d'intérêts<br>Externalisation                                                                                                    | Gouvernance<br>Méthodologies<br>Conflits d'intérêts<br>Externalisation<br>Rémunérations                                                                           |

<sup>576</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 180.

|                |                                                        |                                                         |                                    |
|----------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------|
| Septembre 2011 | Gouvernance<br>Méthodologies<br>Rotation des analystes | Méthodologies<br>Conflits d'intérêts<br>Externalisation | Gouvernance<br>Conflits d'intérêts |
| Octobre 2011   | Méthodologies<br>Externalisation                       | Méthodologies<br>Conflits d'intérêts                    | Méthodologies                      |

A la suite d'un long travail préparatoire, cette toute nouvelle procédure d'enregistrement est donc une procédure complète mais longue. Sa complexité est notamment due aux nombreux acteurs qui freinent l'enregistrement des agences et alourdissent la procédure. L'enregistrement des agences de notation n'est cependant pas la seule avancée, la régulation des conditions de notation en fait également partie.

## B) La régulation des conditions de notation

Le règlement du 16 septembre 2009 a permis des avancées incontestables pour une meilleure régulation des agences de notation (1) à travers la lutte contre les conflits d'intérêts ou encore une meilleure transparence. Il connaît cependant des lacunes (2), notamment en matière de sanction.

### *1) Les avancées de la régulation*

Le règlement européen de 2009 relatif aux agences de notation a pour objectif de lutter contre les conflits d'intérêts inhérents au fonctionnement des agences (a) ; mais également de mettre en place une réelle transparence, notamment au niveau des méthodologies utilisées pour établir les notations (b).

#### a) La volonté de lutter contre les conflits d'intérêts

Le règlement européen de 2009 met en place un certain nombre de mesures permettant de lutter contre les conflits d'intérêts. « Une agence de notation de crédit prend toute mesure nécessaire pour garantir que l'émission d'une notation de crédit n'est affectée par aucun conflit d'intérêts ni aucune relation commerciale, existants ou potentiels, impliquant l'agence de notation de crédit émettant cette notation, ses dirigeants, ses analystes de notation, ses salariés, toute autre personne

physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit ou toute personne directement ou indirectement liée à elle par une relation de contrôle »<sup>577</sup>. Ce règlement prévoit donc des contraintes d'organisation qui ont pour objet de les prévenir et de les gérer, de garantir que les agences de notation restent vigilantes quant à la qualité de la méthode de notation et des notations elles-mêmes. Les principales exigences en matière de conflits d'intérêts sont évoquées au sein de l'annexe I de ce règlement. Ainsi, le paragraphe 2 de la section A précise les contraintes auxquelles sont soumis le Conseil d'administration et le Conseil de surveillance afin de garantir l'indépendance de certains de ses membres. Il dispose qu'« un tiers au moins, sans que leur nombre puisse être inférieur à deux, des membres du conseil d'administration ou de surveillance de l'agence de notation de crédit sont des membres indépendants qui ne sont pas associés aux activités de notation de crédit. La rémunération des membres indépendants du conseil d'administration ou de surveillance n'est pas liée à la performance commerciale de l'agence de notation de crédit et elle est établie de manière à garantir leur indépendance de jugement. Le mandat des membres indépendants du conseil d'administration ou de surveillance a une durée fixe préétablie ne pouvant excéder cinq ans et il n'est pas renouvelable. Les membres indépendants du conseil d'administration ou de surveillance ne peuvent être révoqués qu'en cas de faute ou d'insuffisance professionnelle ».

Le règlement dans le paragraphe 2 de la section B de l'annexe 1 oblige également les agences de notation à publier le nom d'une entité notée ou d'un tiers qui générerait plus de 5% de son chiffre d'affaire annuel. Le paragraphe 3 précise quant à lui que dans les cas où les services d'une personne mise à la disposition ou placée sous le contrôle de l'agence de notation intervient dans l'émission d'une notation de crédit, et est lié de manière directe ou indirecte à l'entité notée, alors l'agence de notation « s'abstient d'émettre une notation ou annonce immédiatement, lorsqu'il s'agit d'une notation de crédit existante, que cette notation de crédit est potentiellement affectée [...] ». Cela dans un but de transparence mais aussi pour éviter tout conflit d'intérêts.

De leur côté, les employés des agences voient leur rémunération et leur activité désormais régulées par l'UE. Il avait en effet été observé qu'il arrivait aux analystes de négocier, dans une certaine mesure, directement leur rémunération avec le client et que cette rémunération pouvait être liée aux revenus générés par les produits qu'ils notaient<sup>578</sup>. Cette pratique est d'évidence de nature à générer des conflits d'intérêts. Le règlement interdit toute négociation des salaires avec le client par les analystes et proscribit tout lien entre rémunération et chiffre d'affaire soit avec l'agence qui emploie l'analyste, soit avec l'émetteur. Ainsi, l'article 7 paragraphe 5 dispose que « La rémunération et

---

<sup>577</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) N°1060/2009*, *op.cit.*, article 6, paragraphe 1.

<sup>578</sup> SIMON Y., *op. cit.*, p. 83.

l'évaluation de la performance des analystes de notation et des personnes chargées d'approuver les notations de crédit ne peuvent pas dépendre du chiffre d'affaires que l'agence de notation de crédit tire de sa relation commerciale avec les entités notées ou les tiers liés ». Au sein de l'annexe I, le paragraphe 1 de la section B dispose que « toute agence de notation de crédit détecte, élimine ou gère et divulgue, clairement et de façon bien visible, les conflits d'intérêts potentiels ou réels susceptibles d'influencer l'analyse et le jugement de ses analystes de notation, de ses salariés ou de toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit et qui interviennent directement dans l'émission de notations de crédit, ainsi que des personnes chargées d'approuver celles-ci ». Toujours dans le but d'éviter les dérives et les conflits d'intérêts visant les employés, la section C paragraphe 1 empêche un certain nombre de personnes impliquées dans le processus de notation de participer à une transaction d'achat, de vente ou d'une autre nature, autre qu'une participation dans des organismes de placement collectif diversifiés<sup>579</sup>. Comme le précise l'alinéa a) du paragraphe 2, il ne faut pas non plus qu'une personne puisse participer au processus de notation si par exemple elle « détient des instruments financiers de l'entité notée, autre qu'une participation dans des organismes de placement collectif diversifiés » ou encore si elle « a été récemment liée à l'entité notée par un contrat de travail, une relation professionnelle ou tout autre type de relation susceptible de causer ou généralement perçue comme causant un conflit d'intérêts »<sup>580</sup>. Concernant les règles de contrôle des employés afin d'éviter les conflits d'intérêts, le règlement est très complet et met donc en place des règles efficaces et facilement opérationnelles pour les agences.

Enfin, Il est désormais clairement interdit aux agences de vendre des activités annexes à la notation et des activités de conseil aux émetteurs qui font noter leurs émissions<sup>581</sup>.

Les conflits d'intérêts étant un enjeu important d'une bonne régulation des agences de notation financière, les règles édictées par ce règlement sont complètes et permettent un contrôle efficace. Il en va de même du renforcement de la transparence.

---

<sup>579</sup> « Les analystes de notation et les salariés de l'agence de notation de crédit, ainsi que toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit et qui est directement associée aux activités de notation de crédit, et les personnes qui leur sont étroitement liées au sens de l'article 1er, point 2), de la directive 2004/72/CE, s'abstiennent de toute transaction d'achat, de vente ou d'une autre nature, autre qu'une participation dans des organismes de placement collectif diversifiés, y compris des fonds gérés tels que des fonds de pension ou des assurances sur la vie, portant sur un instrument financier émis, garanti ou autrement soutenu par une entité notée relevant de leur responsabilité analytique première ».

<sup>580</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) N°1060/2009, op.cit.*, annexe I, section C, paragraphe 2, alinéa c).

<sup>581</sup> *Ibid.*, annexe I, section B, paragraphe 4 : « Ce règlement met en place une interdiction pour les agences de vendre des activités annexes à la notation et des activités de conseil aux émetteurs qui font noter leurs émissions ».

## b) L'effort vers plus de transparence

A l'instar de la lutte contre les conflits d'intérêts, la volonté de tendre vers plus de transparence est importante dans ce premier règlement européen sur les agences de notation financière. Son article 8 paragraphe 3 dispose ainsi que « Les agences de notation de crédit utilisent des méthodes de notation rigoureuses, systématiques, sans discontinuités et pouvant être validées sur la base de données historiques, y compris des contrôles a posteriori ». Il est complété par le paragraphe 6 instaurant lorsqu'une agence décide de changer ses méthodes de notation, l'obligation de répondre d'un certain nombre de contraintes telles que la publication de la gamme des notations qui seront probablement affectées<sup>582</sup> et la réalisation d'une nouvelle notation des notations affectées par le changement de méthode<sup>583</sup>.

L'obligation de publication à laquelle le règlement soumet les agences est développée au sein de la section E de l'annexe I. Ainsi les agences doivent publier des informations telles que les conflits d'intérêts réels ou potentiels qu'elles sont susceptibles de rencontrer ou encore la nature générale de leur régime de rémunération<sup>584</sup>. Elles doivent également rendre publiques « tous les six mois, des données concernant les taux de défaut historiques de ses catégories de notation, en distinguant les principales zones géographiques des émetteurs et en indiquant, le cas échéant, l'évolution dans la durée de ces taux de défaut »<sup>585</sup>. Elles ont également l'obligation de fournir tous les ans une liste de leurs vingt plus gros clients<sup>586</sup> ainsi qu'« une liste des clients de l'agence de notation de crédit dont la contribution au taux de croissance du chiffre d'affaires généré au cours du précédent exercice a dépassé, d'un facteur supérieur à une fois et demi, le taux de croissance de l'ensemble du chiffre d'affaires de l'agence de notation de crédit. Chaque client ne peut être inscrit sur la liste que s'il a

<sup>582</sup> *Ibid.*, article 8, paragraphe 3, alinéa a) : « elle publie immédiatement la gamme des notations de crédit qui en seront probablement affectées, en utilisant les mêmes moyens de communication que ceux qu'elle a utilisés pour diffuser les notations de crédit en question »

<sup>583</sup> *Ibid.*, alinéa c) : « elle procède à une nouvelle notation pour toutes les notations de crédit qui avaient été fondées sur ces méthodes, modèles ou principales hypothèses de notation si, à la suite du réexamen, lesdites notations de crédit sont affectées par l'effet conjugué global des modifications apportées ».

<sup>584</sup> *Ibid.*, annexe I, section E, point I : « D'une manière générale, toute agence de notation de crédit rend publics le fait qu'elle est enregistrée conformément au présent règlement ainsi que les informations suivantes :

1. les conflits d'intérêts réels et potentiels visés à la section B, point 1;
2. la liste de ses services accessoires;
3. sa politique en matière de publication des notations de crédit et des autres communications qui y sont liées;
4. la nature générale de son régime de rémunération;
5. les méthodes et les descriptions des modèles et des principales hypothèses de notation, telles que les hypothèses mathématiques ou corrélatives, qu'elle utilise dans ses activités de notation de crédit, ainsi que toute modification importante qu'elle y a apportée;
6. toute modification importante apportée à ses systèmes, ressources ou procédures; et
7. son code de conduite, le cas échéant ».

<sup>585</sup> *Ibid.*, point II.

<sup>586</sup> *Ibid.*, paragraphe 2, alinéa a).

généralisé, au cours de l'exercice considéré, plus de 0,25 % du montant total du chiffre d'affaires mondial de l'agence de notation de crédit »<sup>587</sup>. De même, les agences doivent aussi publier annuellement des informations sur leur structure juridique et la composition de leur capital<sup>588</sup>, mais également une description des mécanismes de contrôle interne assurant la qualité de ses activités de notation de crédit<sup>589</sup> ou encore une description de sa politique de notation des membres de l'encadrement et des analystes de notation<sup>590</sup>. Enfin, et c'est peut-être le point le plus important en termes de transparence, elles doivent « indiquer clairement la principale méthode ou la version de cette méthode qui a été utilisée pour établir la notation de crédit, avec renvoi à sa description complète. Lorsque la notation de crédit a été établie à partir de plusieurs méthodes, ou lorsqu'un renvoi exclusif à la principale méthode utilisée pourrait amener les investisseurs à négliger d'autres aspects importants de la notation de crédit, y compris tout ajustement important ou toute déviation significative, l'agence de notation de crédit l'explique dans sa notation, en indiquant comment celle-ci reflète les différentes méthodes utilisées ou ces autres aspects »<sup>591</sup>. Cette obligation est une avancée primordiale en termes de transparence, les utilisateurs de notes pouvant ainsi mieux comprendre et appréhender les notations.

Ce règlement instaure donc une transparence avancée des méthodologies de notation, point essentiel dans la compréhension du fonctionnement des agences. Outre une transparence accrue, le règlement (CE) n°1060/2009 met en place des obligations concernant la publication des notes. Cependant, ces obligations mériteraient d'être plus importantes.

## 2) *Les limites de la régulation*

Malgré la mise en œuvre d'un contrôle sur la publication des notes par le règlement de 2009, celui-ci n'est pas assez poussé (a) et du point de vue de la surveillance comme des sanctions, ce règlement connaît des lacunes (b).

---

<sup>587</sup> *Ibid.*, paragraphe 2, alinéa b).

<sup>588</sup> *Ibid.*, point III, paragraphe 1 : « des informations détaillées sur sa structure juridique et la détention de son capital, y compris des informations sur les participations au sens des articles 9 et 10 de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé ».

<sup>589</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.

<sup>590</sup> *Ibid.*, paragraphe 6.

<sup>591</sup> *Ibid.*, annexe I, section D, paragraphe 2, alinéa b).

a) Un contrôle limité sur la publication des notes

C'est la section D de l'annexe I qui instaure de nouvelles règles en matière de publication des notes. Certaines règles s'appliquent à toutes les notes quand d'autres s'ajoutent simplement pour les notes de produits financiers structurés. « L'addition de normes supplémentaires pour ces produits découle directement du fait que leur complexité a été considérée comme une des racines de la crise financière de 2008 »<sup>592</sup>. Parmi les règles qu'il est nécessaire de citer, il est possible de trouver l'obligation d'indiquer « le nom et la fonction de l'analyste de notation en chef ayant participé à une activité de notation donnée, ainsi que le nom et la position de la personne ayant assumé la responsabilité première de l'approbation de la notation, soient indiqués de manière claire et bien visible dans cette notation de crédit »<sup>593</sup> ; l'obligation également de présenter les sources principales utilisées pour la confection de la note<sup>594</sup> ou encore la méthode utilisée<sup>595</sup>. Elles doivent également indiquer si le titre noté est un produit structuré ou non. Si c'est un produit structuré, l'agence doit fournir des informations complémentaires telles que le niveau de structuration auquel l'agence a évalué le titre<sup>596</sup>. De plus, « lorsqu'une agence de notation de crédit émet des notations d'instruments financiers structurés, elle assortit la publication de ses méthodes, modèles et principales hypothèses de notation d'explications quant aux hypothèses, paramètres, limites et incertitudes qui entourent les modèles et les méthodes de notation qu'elle a utilisés pour cette notation, y compris les simulations de crise qu'elle a effectuées lors de son établissement. Ces explications sont claires et facilement compréhensibles »<sup>597</sup>.

Parmi les obligations dues à la publication, une est principalement à relever. Il s'agit pour les agences de l'obligation d'informer l'entité notée « au moins douze heures avant la publication, du résultat de la notation de crédit ainsi que des motifs essentiels sur lesquels celle-ci se fonde, [...]. »<sup>598</sup>. Cette disposition a pour but de permettre à l'entité concernée de signaler à l'agence de notation toute erreur matérielle. Cependant, même si cette règle est importante, il est nécessaire de la relativiser. D'une part, les agences informaient déjà par le passé les entités qu'elles notaient et qu'elles ne sont pas tenues par cette disposition de détailler leurs conclusions mais simplement d'en

---

<sup>592</sup> SIMON Y., *op. cit.*, p. 82.

<sup>593</sup> Parlement européen et Conseil, Règlement (CE) N°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, annexe I, section D, titre I, paragraphe 1.

<sup>594</sup> *Ibid.*, paragraphe 2, alinéa a).

<sup>595</sup> *Ibid.*, alinéa b).

<sup>596</sup> *Ibid.*, tire II, paragraphe 2.

<sup>597</sup> *Ibid.*, paragraphe 3.

<sup>598</sup> *Ibid.*, annexe I, section D, titre I, paragraphe 3.

présenter les principaux motifs<sup>599</sup>. D'autre part, bien qu'encourageante, cette obligation devrait être renforcée par la nécessité d'informer l'entité concernée lors des heures ouvrées par exemple. D'autres mesures adoptées par ce règlement devraient également être renforcées dans le futur, notamment la surveillance des agences et les sanctions en cas de non-respect de leurs obligations.

#### b) Une surveillance et des mesures de sanctions insuffisantes

Tout d'abord, les agences de notation n'ont plus le droit de noter des instruments financiers si elles ne possèdent pas suffisamment d'informations de qualité au sujet de ceux-ci<sup>600</sup>. Cette obligation est complétée par le paragraphe 4, titre I de la section D de l'annexe I, celui-ci disposant que « lorsque l'absence de données fiables ou la complexité de la structure d'un nouveau type d'instrument financier ou la qualité insuffisante des informations disponibles mettent sérieusement en doute la capacité d'une agence de notation de crédit à émettre une notation de crédit crédible, l'agence de notation de crédit s'abstient d'émettre une notation ou retire sa notation existante ». Ce système de contrôle et de surveillance de la qualité des notations est de plus renforcé par l'obligation pour les agences de mettre en place un système de surveillance interne<sup>601</sup>.

Une surveillance à propos de la formation des employés des agences est également instaurée. L'article 7 paragraphe 2 dispose ainsi que « les agences de notation de crédit veillent à ce que leurs analystes de notation, leurs salariés et toute autre personne physique dont les services sont mis à leur disposition ou placés sous leur contrôle, qui sont directement associés aux activités de notation de crédit, disposent de connaissances et d'une expérience appropriées au regard des tâches qui leur sont assignées ». Cependant, ce contrôle des employés manque de précision puisque ni les connaissances nécessaires, ni l'expérience appropriée ne sont précisées, elles sont donc libre d'interprétation.

La mise en responsabilité des agences est la grande absente de ce texte. Effectivement, ce règlement exclut de son champ la responsabilité des agences de notation et abandonne cette prérogative aux États. L'article 36 dispose ainsi que « les États membres déterminent le régime des sanctions applicables aux violations des dispositions du présent règlement et prennent toute mesure nécessaire pour assurer la mise en œuvre de celles-ci. Les sanctions ainsi prévues sont effectives,

<sup>599</sup> SIMON Y., *op. cit.*, p. 82.

<sup>600</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) N°1060/2009*, *op.cit.*, article 8, paragraphe 2 : « Les agences de notation de crédit adoptent, mettent en œuvre et appliquent les mesures nécessaires pour veiller à ce que les notations de crédit qu'elles émettent soient fondées sur une analyse approfondie de toutes les informations dont elles disposent et qui sont pertinentes pour leur analyse au regard de leurs méthodes de notation. Elles adoptent toutes les mesures nécessaires pour garantir que les informations qu'elles utilisent aux fins de l'attribution d'une notation de crédit soient de qualité suffisante et proviennent de sources fiables ».

<sup>601</sup> *Ibid.*, annexe I, section A, paragraphe 2, alinéa b).

proportionnées et dissuasives. Les États membres veillent à ce que l'autorité compétente rende publiques les sanctions qui ont été appliquées pour non-respect du présent règlement, sauf dans les cas où cette publication perturberait gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause. [...] ». C'est un réel manque dans ce règlement que le défaut de mise en place de sanctions précises par et à la charge de l'Union. Ce manque a pour conséquence possible une non équivalence sur le territoire européen des sanctions envers les agences, mais il permet surtout aux agences de continuer à exercer leur activité sans aucun « garde-fou » engageant leur responsabilité. Cela est d'autant plus criant que seule la France avait alors modifié sa législation afin d'y intégrer le règlement et organiser la mise en œuvre de la responsabilité des agences devant les juridictions françaises à travers l'article L544-5 du Code monétaire et financier<sup>602</sup>.

Il est donc possible d'affirmer que ce premier règlement européen contrôlant l'activité des agences de notation exclut en quasi-totalité de son champ d'action la question de la responsabilité.

Alors que l'Union européenne n'avait pas jugé nécessaire de se parer d'une réglementation spécifique aux agences de notation financière, pensant que l'auto-régulation était suffisante pour éviter les dérives, la crise financière internationale de 2007/2008 a remis cette certitude en question. Dès lors, l'Union a décidé de se doter d'un règlement propre aux agences et permettant de mieux appréhender des possibilités de contrôles. C'est à la suite d'un long travail préparatoire que le règlement (CE) N°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit a été adopté. Il instaure notamment une obligation d'enregistrement pour les agences souhaitant exercer sur le territoire européen, et met en place en certain nombre de mesures permettant notamment de lutter contre les conflits d'intérêts et améliorant la transparence du processus de notation. Des lourdeurs concernant le processus d'enregistrement et l'absence d'une surveillance accrue et de sanctions précises sont cependant à signaler. L'Union a préféré laisser la mise en œuvre de ces compétences aux États membres. Ce sont d'ailleurs les principales raisons qui vont pousser l'UE à se doter d'un nouveau règlement en 2011, règlement instaurant l'AEMF et mettant en œuvre un volet répressif plus efficace.

---

<sup>602</sup> COLMANT B., DE CALLATAY E., DIEUX X.,... [ et al.], *op. cit.*, p. 98.

## **Section II : Le renforcement du contrôle de l'Union Européenne sur les agences de notation financière**

La principale avancée du règlement (UE) n°513/2011 est sans aucun doute la mise en place de l'AEMF. En effet, même si ce nouveau règlement est incomplet dans certains domaines (Paragraphe I), il instaure une autorité toute puissante (Paragraphe II). Alors que dans le premier règlement de 2009, le contrôle des agences de notation financière était délégué aux autorités nationales compétentes, le règlement de 2011 replace cet encadrement entre les mains d'une seule et unique autorité, l'AEMF.

### **Paragraphe I : L'AEMF, une institution centrale dans le contrôle des agences de notation financière**

Avant de devenir une institution puissante, l'AEMF était une autorité dont la création était recommandée et souhaitée depuis longtemps (A). Elle est devenue grâce au règlement (UE) n°513/2011 l'autorité européenne de référence absolue en matière de contrôle des agences de notation financière notamment grâce à un pouvoir à la fois exclusif et efficace pour ce qui concerne l'enregistrement, la surveillance et les sanctions (B).

#### **A) La création de l'AEMF**

La création de l'AEMF est le résultat du Règlement (UE) n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil et d'une recommandation du rapport De Larosière (1). Cette autorité est très utile car elle est chargée de contrôler en Europe l'activité des agences de notation (2), permettant ainsi entre autres, de centraliser les différents pouvoirs délégués jusqu'alors aux autorités compétentes des États membres.

##### *1) L'organisation et les missions de l'AEMF*

L'AEMF a été instituée par le Règlement (UE) n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010. L'article 1 dispose ainsi que « Le présent règlement institue l'Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) [...] ». Cette

nouvelle autorité fait partie du Système Européen de Surveillance Financière (SESF)<sup>603</sup> comprenant également le Comité Européen du Risque Systémique (CERS)<sup>604</sup>, l'Autorité Bancaire Européenne (ABE)<sup>605</sup> et l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles (AEAPP)<sup>606</sup>. L'AEMF, dont le siège est installé à Paris, est composée des responsables des 28 autorités nationales, d'observateurs (l'Islande, le Liechtenstein et la Norvège), d'observateurs de la Commission européenne et de représentants de l'ABE, de l'AEAPP et du CERS (un par organisation). Un conseil d'administration composé du président de l'AEMF, de représentants des autorités nationales de surveillance et de délégués de la Commission veille également à son bon fonctionnement.

L'AEMF poursuit principalement 3 objectifs : protéger les investisseurs, garantir le bon fonctionnement des marchés et enfin assurer la stabilité financière de l'UE. Pour cela, elle exerce donc quatre types de missions. La première consiste en l'évaluation des risques pour les investisseurs, les marchés et la stabilité financière ; elle promeut la transparence et la protection des investisseurs en mettant à leur disposition des informations au moyen des bases de données et registres publics et en émettant des avertissements à leur intention. La deuxième est d'achever un cadre réglementaire uniforme pour les marchés financiers de l'UE, c'est-à-dire améliorer le marché unique de l'UE en établissant des normes techniques et en conseillant les institutions européennes sur l'élaboration de nouvelles législations. La troisième est d'encourager l'harmonisation des pratiques de surveillance en partageant les meilleures pratiques et en améliorant l'efficacité des ANC et du secteur financier. Enfin, la dernière mission de l'AEMF est de surveiller directement des organismes financiers spécifiques, donc les agences de notation de crédit et référentiels centraux<sup>607</sup>.

L'AEMF est composée de comités permanents. Ces comités sont présidés par des représentants nationaux et regroupent des experts nationaux, assistés par les employés de l'AEMF, qui jouent le rôle de rapporteurs des comités. Chaque comité permanent met généralement en place un groupe de travail consultatif, ce groupe de travail contribuant à la mise au point des propositions.

Lorsqu'un document est destiné à une consultation publique, et une fois qu'il est adopté par le Conseil des superviseurs, il est mis en ligne sur le site de l'ESMA et une audition publique est souvent organisée.

---

<sup>603</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission*, 15 décembre 2010, article 2, paragraphe 1 : « L'Autorité fait partie d'un système européen de surveillance financière (SESF). L'objectif premier du SESF consiste à veiller à ce que les règles applicables au secteur financier soient mises en œuvre de façon adéquate, de manière à préserver la stabilité financière et à garantir la confiance dans le système financier dans son ensemble et une protection suffisante des consommateurs de services financiers ».

<sup>604</sup> *Ibid.*, article 2, paragraphe 2, alinéa a).

<sup>605</sup> *Ibid.*, alinéa c).

<sup>606</sup> *Ibid.*, alinéa d).

<sup>607</sup> <https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma.fr>

Les comités permanents existants sont : le comité permanent à l'innovation financière, le comité permanent aux marchés secondaires, le comité permanent à la protection des consommateurs et aux intermédiaires, le comité permanent aux déclarations des entreprises, le comité permanent au post-marché, le comité permanent à la gestion des investissements, le comité permanent à la finance d'entreprise et enfin le comité permanent à l'intégrité des marchés.

Enfin, le budget de cette autorité est composé « de contributions obligatoires des autorités publiques nationales compétentes dans le domaine de la surveillance des acteurs des marchés financiers [...]. »<sup>608</sup>, d'une subvention de l'Union<sup>609</sup> ainsi que « de redevances éventuelles payées à l'Autorité dans les cas spécifiés dans les instruments législatifs de l'Union applicables »<sup>610</sup>.

L'AEMF a pris ses fonctions le 1 janvier 2011 et elle est depuis le 1er juillet 2011, la seule autorité compétente vis à vis des agences de notation enregistrées en Europe. La création de cette entité est d'une réelle utilité pour le contrôle des agences de notation

## 2) *L'utilité de l'AEMF*

La création de l'AEMF et son utilisation par le règlement de 2011 ont tout d'abord répondu à une nécessité d'homogénéisation des règles concernant les agences de notation financière (a). Mais cette création a aussi répondu à une volonté de simplification de l'architecture européenne de contrôle des agences de notation financière (b).

### a) La nécessité d'une harmonisation des règles

Le CESE soulève ainsi qu'« il convient d'aplanir rapidement les différences entre le niveau d'intégration du marché financier et celui des opérations de surveillance [...]. Aussi le CESE se félicite-il de la proposition prévoyant de confier à l'AEMF la surveillance des agences de notation de crédit »<sup>611</sup>. La Commission européenne<sup>612</sup> soulève également les problématiques liées au défaut

---

<sup>608</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, op. cit.*, article 62, paragraphe 1, alinéa a).

<sup>609</sup> *Ibid.*, alinéa b).

<sup>610</sup> *Ibid.*, alinéa c).

<sup>611</sup> CESE, *Avis du Comité économique et social européen sur la « Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit »*, 10 février 2011, paragraphe 1.2.

<sup>612</sup> Commission européenne, *Document de travail des services de la Commission. Résumé de l'analyse d'impact, Document accompagnant la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, {COM(2010) 289 final} {SEC(2010) 678}*, 2 juin 2010.

d'une seule et unique autorité européenne : la multiplicité des autorités de surveillance et les risques de conflits de compétences qui en résultent. En effet, le cadre de surveillance mis en place par le Règlement (CE) n°1060/2009 implique « i) une obligation de coopération étroite entre autorités compétentes et ii) l'utilisation concrète des pouvoirs de surveillance et de contrôle d'application par certaines d'entre elles seulement »<sup>613</sup>. En raison de la nature spécifique de l'activité de notation, les lignes de démarcation entre les compétences géographiques des autorités de surveillance n'ont pas été définies avec une très grande précision, d'où un risque de désaccords intra-européens. « Le principal risque qui découle de cette situation est celui d'un conflit de compétence, qui est susceptible de se traduire par des failles (surveillance inopérante), des chevauchements (surveillance inefficace) ou des situations d'arbitrage ou d'inégalité de traitement »<sup>614</sup>. La pluralité d'acteurs établie par le règlement de 2009 engendre également le risque d'une application divergente et incohérente du règlement à travers les décisions individuelles prises par les autorités compétentes des États membres. « Même s'il comporte plusieurs éléments instituant une coopération rapprochée entre personnes chargées de la surveillance (travaux menés au sein de collèges, par exemple), le modèle actuel de la surveillance des agences de notation est, en dernière analyse, fondé sur l'exercice individuel des pouvoirs de surveillance et de contrôle d'application par les autorités de régulation des États membres »<sup>615</sup>. Par conséquent, l'autorité compétente d'un État membre peut décider de mesures non approuvées par le collège (collège pouvant par exemple être constitué des différentes autorités de régulation nationales). Cette attitude peut aboutir à une application divergente et incohérente du règlement à travers les décisions individuelles prises par les autorités des États membres.

Enfin, un trop grand nombre d'autorités de surveillance au sein de l'UE engendre non seulement des procédures longues et complexes mais accroît aussi les coûts de conformité pour les agences. A titre d'exemple, si l'autorité compétente d'un État souhaite adopter une mesure de surveillance, ce dernier devra la notifier au collège et au facilitateur du collège, puis il devra consulter le collège sur la mesure proposée ; si aucun accord n'est trouvé, il consultera le CERVM, puis à nouveau le collège. Ce n'est qu'une fois toutes ces démarches accomplies que l'autorité compétente pourra prendre une décision<sup>616</sup>.

Enfin, la délégation de compétences aux autorités nationales tend à impliquer le fait que celles-ci perçoivent la surveillance des agences d'un point de vue national sans prendre en compte l'aspect européen des activités des agences de notation. « Il existe le risque que l'autorité compétente d'un

---

<sup>613</sup> *Ibid.*, paragraphe 1.1.

<sup>614</sup> *Ibid.*

<sup>615</sup> *Ibid.*, paragraphe 1.2.

<sup>616</sup> *Ibid.* paragraphe 1.3.

État membre d'origine n'alloue pas assez de fonds à la surveillance d'une agence de notation, notamment lorsque les principaux effets de l'activité de cette agence se font sentir à l'extérieur du pays où elle est enregistrée »<sup>617</sup>.

b) La simplification de l'architecture européenne de contrôle des agences de notation financière

L'utilité d'une seule et unique autorité de surveillance des agences de notation financière au sein de l'UE est donc aisée à démontrer. Elle permettrait de mettre fin à de nombreuses complications et une harmonisation de la réglementation européenne. La Commission européenne soulève ainsi la nécessité de changements ayant pour but de « [...] assurer une surveillance efficace des agences de notation dans l'UE, simplifier l'architecture du système de surveillance des agences de notation, et garantir la sécurité juridique pour les agences de notation et les participants aux marchés. D'un point de vue opérationnel, les objectifs sont les suivants : i) mettre en place un point de contact unique et clarifier les compétences ; ii) assurer une mise en œuvre harmonisée ; iii) parvenir à des gains d'efficacité et iv) veiller à mieux aligner les incitations des autorités de surveillance pour qu'elles intègrent la dimension paneuropéenne des activités des entités surveillées »<sup>618</sup>. Parmi plusieurs solutions proposées par la Commission, est retenue une modification du règlement (CE) n°1060/2009<sup>619</sup> et une surveillance effectuée par l'AEMF<sup>620</sup>.

Même s'il n'est pas possible d'ignorer les difficultés dues à la mise en place d'une capacité de surveillance *ex nihilo*, les avantages d'une gestion par l'AEMF prévalent largement. Effectivement, le processus décisionnel est simplifié et évite les conflits de compétence, il n'y a pas de risque d'application incohérente du droit de l'Union selon les États, les procédures sont simplifiées et raccourcies. L'AEMF a une vision européenne des agences de notation et les sanctions et le droit applicable aux agences seront homogènes partout au sein de l'UE puisque ses décisions devront s'appliquer sur l'ensemble du territoire européen sans aménagement possible en fonction des États. L'utilité de la mise en place de l'AEMF est donc indéniable. Son utilité ne doit cependant pas être remise en cause par manque de moyen. En effet, un rapport de l'UE datant de 2015 indique que « fin 2014, l'unité consacrée aux agences de notation comptait 26 agents, dont 15 étaient affectés

<sup>617</sup> *Ibid.*, paragraphe 1.4

<sup>618</sup> *Ibid.*, paragraphe 3 : « Objectifs ».

<sup>619</sup> *Ibid.* paragraphe 5 : « [...] la Commission européenne estime qu'il est approprié de présenter une proposition modifiant le règlement sur les agences de notation ».

<sup>620</sup> *Ibid.*, paragraphe 6 : « L'analyse d'impact montre que l'option qui répond le mieux aux objectifs définis pour cette initiative de la Commission est la surveillance directe, par l'AEMF, de toutes les agences de notation enregistrées dans l'UE, et la centralisation du pouvoir de sanction auprès de la Commission agissant sur recommandation de l'AEMF ».

aux missions de surveillance et 4 à l'analyse des risques. Le reste de l'effectif s'occupait essentiellement de travaux de nature politique. En raison du nombre limité d'agents ainsi que de la quantité croissante d'exigences réglementaires, l'AEMF a éprouvé de grandes difficultés à assurer une couverture appropriée des contrôles du respect de la réglementation »<sup>621</sup>.

L'AEMF a été créée en 2010 par le Règlement (UE) n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil. Mise en place officiellement le 1 janvier 2011, elle présente un très grand intérêt pour le contrôle européen des agences de notation financière. Par ce règlement (UE) n°513/2011, l'AEMF est investie d'une compétence exclusive sur la surveillance des agences, lui permettant ainsi d'exiger des informations, mener des enquêtes, des inspections tout en ayant un pouvoir de sanction.

## B) Le pouvoir exclusif de surveillance et de sanction des agences

A travers le règlement (UE) n°513/2011, l'AEMF se voit dotée d'un appareil répressif lui permettant d'assurer de manière efficace et exclusive ses différentes missions. Le pouvoir d'enregistrement est ainsi entre les seules mains de l'AEMF (1), qui dispose également d'un pouvoir d'investigation (2) et peut sanctionner (3).

### 1) *Le pouvoir d'enregistrement, monopole de l'AEMF*

Le processus d'enregistrement est l'une des principales modifications du règlement (CE) n°1060/2009 par le règlement (UE) n°513/2011. Même si les règles à respecter pour obtenir l'accréditation européenne restent inchangées, le processus d'enregistrement est lui profondément remanié. Alors que dans le règlement de 2009, la demande d'enregistrement passait entre les mains de l'autorité compétente de l'État membre et les membres du collège pertinent, sans oublier l'avis du CERVM, le règlement de 2011 instaure une seule et unique institution, l'AEMF<sup>622</sup>. La création de cette autorité simplifie et accélère le processus d'enregistrement. En 2009, la demande était examinée par l'autorité compétente de l'État membre d'origine et les autorités compétentes membres du collège pertinent ; elle suivait ensuite un processus long et compliqué avec un projet de décision dûment motivé élaboré par l'autorité compétente de l'État membre d'origine puis transmis au facilitateur ; le dossier transitait ensuite par le CERVM qui devait transmettre son avis aux membres du collège pertinent, eux-mêmes chargés de le réexaminer avant que l'autorité compétente

<sup>621</sup> Cour des comptes européenne, *Rapport spécial : La surveillance, par l'UE, des agences de notation de crédit est bien en place, mais elle n'est pas encore totalement efficace*, 2015, point 55, p. 25.

<sup>622</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°513/2011, op. cit.*, article 15.

de l'État membre d'origine arrête une décision dûment motivée d'enregistrement ou de refus. Ce processus d'enregistrement se compliquait encore si un avis ou une décision contraire intervenaient, indépendamment du délai nécessaire (125 jours si toutes les procédures sont épuisées). Le règlement de 2011 facilite et clarifie sans conteste ce processus. L'AEMF devient décideur unique et il lui suffit de 45 jours pour examiner la demande<sup>623</sup>. Dans certains cas mentionnés au paragraphe 2 de l'article 16, le délai du processus peut être prolongé de 15 jours ouvrables. Dans tous les cas, il est réduit à 60 jours maximum, comme en dispose le paragraphe 3 du même article, « Dans un délai de quarante-cinq jours ouvrables ou, si le paragraphe 2 du présent article s'applique, de soixante jours ouvrables à compter de la notification visée à l'article 15, paragraphe 4, deuxième alinéa, l'AEMF adopte une décision d'enregistrement ou de refus d'enregistrement dûment motivée. ». Il en va de même pour les demandes émanant de groupes d'agences de notation<sup>624</sup>.

Quant aux notes émises dans un pays tiers mais utilisées dans l'Union, l'AEMF affirme sa « toute puissance ». L'article 1 signale ainsi un changement important du règlement de 2009 ; il modifie le paragraphe 3 de l'article 4, le nouvel alinéa c stipulant que « l'AEMF n'est pas limitée dans sa capacité à évaluer et à vérifier le respect par l'agence de notation de crédit établie dans le pays tiers des exigences visées au point b) ». Ainsi, l'AEMF s'octroie la possibilité d'aller jusqu'à vérifier qu'une agence d'un pays tiers respecte les règles européennes si ses notes sont utilisées au sein de l'Union.

Cette procédure d'enregistrement européenne, bien que très complète, rapide et efficace n'est cependant pas parfaite. En principe, la procédure d'enregistrement (qui a pour vocation de garantir la qualité de la notation) constitue une barrière pour certains acteurs économiques souhaitant entrer sur le marché de la notation. Afin d'en limiter les effets, l'UE a fait le choix de favoriser la concurrence et donc de faciliter l'arrivée de « petites agences ». Le règlement européen du 16 septembre 2009 (non modifié sur ce point par le règlement 2011) prévoit d'ailleurs une procédure d'enregistrement adaptée et allégée pour les structures de moins de cinquante salariés<sup>625</sup>. *De facto*, l'Europe a enregistré et autorisé un nombre d'agences beaucoup plus important qu'ailleurs. Ainsi, pas moins de 27 agences de notation financière sont enregistrées au sein de l'UE et seulement 10

---

<sup>623</sup> *Ibid.*, article 16, paragraphe 1 : « Dans un délai de quarante-cinq jours ouvrables à compter de la notification visée à l'article 15, paragraphe 4, deuxième alinéa, l'AEMF examine la demande d'enregistrement d'une agence de notation de crédit en se fondant sur le respect par l'agence de notation de crédit des conditions énoncées dans le présent règlement ».

<sup>624</sup> *Ibid.*, article 17.

<sup>625</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (CE) N°1060/2009, op. cit.*, article 6, paragraphe 3 : « À la demande d'une agence de notation de crédit, l'autorité compétente de l'État membre d'origine peut exempter une agence de notation de crédit du respect des exigences énoncées à l'annexe I, section A, points 2, 5 et 6, et à l'article 7, paragraphe 4, si cette agence de notation de crédit est en mesure de démontrer que, compte tenu de la nature, de l'ampleur et de la complexité de son activité ainsi que de la nature et de l'éventail des notations de crédit émises, ces exigences ne sont pas proportionnées et que: a) l'agence de notation de crédit emploie moins de cinquante salariés; [...] ».

aux États-Unis. Parmi les 27 agences enregistrées par l'AEMF, un certain nombre n'exercent que dans un seul pays. Devant cette situation d'ouverture du marché de la notation à la concurrence se pose la question du degré d'exigence de sérieux et de qualité demandés lors de l'enregistrement : est-il le même pour ces « petits acteurs » que pour les grosses agences européennes voire mondiales ? Ainsi, malgré le principe d'égalité de traitement prévu par les textes communautaires, il est important de savoir qu'aucune des « petites agences » enregistrées n'a été intégrée dans la liste des OEEC, compétents pour évaluer la qualité des actifs dans le cadre de la régulation bancaire, ou bien pour juger des garanties présentées par les banques à la Banque centrale européenne en échange de ses refinancements. Cela peut être interprété comme le fait que la Banque centrale européenne n'accorderait aucune crédibilité à la procédure d'enregistrement telle que conduite vis-à-vis des petites agences. Il est donc légitime de s'interroger sur le gage de qualité qu'offre la procédure d'enregistrement mise en place au sein de l'UE.

Le règlement (UE) n°513/2011 ne remettant pas en cause les avantages accordés aux « petites agences », il continue de faire courir un risque quant à l'efficacité de la procédure d'enregistrement. Cependant, cette procédure a été largement simplifiée et rendue plus efficace en grande partie grâce à l'instauration de l'AEMF, devenue seule et unique responsable de ce processus réglementaire d'enregistrement. Cette autorité s'est également vue attribuer des pouvoirs exclusifs dans le domaine de surveillance des agences.

## 2) *Le pouvoir complet d'investigation pour l'AEMF*

Depuis le 1er juillet 2011, date de son entrée en fonction, l'AEMF s'est vue attribuer la mission d'investigation et de surveillance des agences de notation.

Le règlement (UE) n°513/2011 confère tout d'abord à l'AEMF un pouvoir d'enquête dont les modalités sont précisées article 23 quarter. Cet article dispose en premier lieu que « Pour l'accomplissement des tâches qui lui sont assignées par le présent règlement, l'AEMF peut mener toutes les enquêtes nécessaires auprès des personnes visées à l'article 23 ter, paragraphe 1 [...]. Afin de mener à bien ces enquêtes, l'AEMF est investie de certains pouvoirs tels que l'examen des dossiers, données, procédures et de tout autre document pertinent pour l'exécution des tâches de l'AEMF, quel que soit leur support<sup>626</sup>, ou encore la possibilité de « convoquer toute personne visée à l'article 23 ter, paragraphe 1, ou ses représentants ou des membres de son personnel, et lui demander de fournir oralement ou par écrit des explications sur des faits ou des documents en rapport avec

---

<sup>626</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°513/2011, op. cit.*, article 23 quarter, paragraphe 1, alinéa a).

l'objet et le but de l'enquête, et enregistrer ses réponses »<sup>627</sup>.

L'AEMF a aussi la possibilité de mener des inspections. A propos de ces contrôles sur place, Steven Maijoor, Président de l'AEMF, commentait en novembre 2011 : « Je m'attends à ce que nous ayons conduit des inspections sur place pour toutes les grandes agences de notation d'ici à la fin de l'année. À partir de ce travail, nous comptons publier notre premier rapport aux alentours du 1er avril prochain. [...] Si nous trouvons des infractions mineures, nous pouvons donner des instructions à l'agence de notation concernée. Si l'infraction est plus sérieuse, nous pouvons demander à l'agence d'arrêter la notation d'une entité pour quelque temps, prononcer une amende, pouvant aller jusqu'à 750 000 euros, voire, dans le pire des cas, retirer la licence »<sup>628</sup>. C'est l'article 23 quinquies qui délimite les inspections menées dans le cadre d'une enquête. Le paragraphe 2 dispose que « les agents de l'AEMF et les autres personnes mandatées par celle-ci pour procéder à une inspection sur place peuvent pénétrer dans les locaux et sur les terrains professionnels des personnes morales faisant l'objet d'une décision d'enquête arrêtée par l'AEMF et sont investis de tous les pouvoirs définis à l'article 23 quater, paragraphe 1. Ils ont également le pouvoir d'apposer des scellés sur tous les locaux professionnels et livres ou documents pendant la durée de l'inspection et dans la mesure où cela est nécessaire aux fins de celle-ci ». Cet article offre à l'AEMF d'importantes prérogatives ; ainsi, les agents de l'AEMF peuvent par exemple faire appel à la force publique du pays en cas d'opposition d'une entité reliée à une agence de notation<sup>629</sup>. Le règlement de 2011 a donc doté l'AEMF de pouvoirs étendus permettant des enquêtes sérieuses avec des moyens substantiels.

L'article 23 sexies indique la procédure à suivre en cas de manquement d'une agence aux obligations de l'annexe III. L'AEMF désigne tout d'abord un enquêteur indépendant pour ouvrir une enquête<sup>630</sup>, ce dernier dispose des mêmes pouvoirs que l'AEMF, pouvoirs définis aux articles 23 ter, 23 quater et 23 quinquies, mais également des mêmes contraintes et notamment le respect des droits de la défense, « les droits de la défense des personnes concernées sont pleinement assurés durant les

---

<sup>627</sup> *Ibid.*, alinéa c).

<sup>628</sup> COLLARD F., « Au cœur des agences de notation », *La revue nouvelle*, février 2012, p. 87.

<sup>629</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°513/2011*, *op. cit.*, article 23 quinquies, paragraphe 7 : « Lorsque les agents de l'AEMF et les autres personnes mandatées par celle-ci qui les accompagnent constatent qu'une personne s'oppose à une inspection ordonnée en vertu du présent article, l'autorité compétente de l'État membre concerné leur prête l'assistance nécessaire, en requérant au besoin la force publique ou une autorité disposant d'un pouvoir de contrainte équivalent, pour leur permettre d'effectuer leur inspection sur place ».

<sup>630</sup> *Ibid.*, article 23 sexies, paragraphe 1 : « Lorsqu'elle constate, dans l'accomplissement de ses missions au titre du présent règlement, qu'il existe de sérieux indices de l'existence de faits susceptibles de constituer une ou plusieurs des infractions énumérées à l'annexe III, l'AEMF désigne, en son sein, un enquêteur indépendant pour ouvrir une enquête. L'enquêteur désigné ne participe pas, ni n'a participé, directement ou indirectement, à la surveillance ou à la procédure d'enregistrement de l'agence de notation de crédit concernée par l'enquête et il exerce ses fonctions indépendamment du conseil des autorités de surveillance de l'AEMF ».

enquêtes menées en vertu du présent article »<sup>631</sup>.

Le règlement (UE) n°513/2011 a donc doté l'AEMF d'un réel pouvoir d'investigation, lui conférant les moyens de diligenter des enquêtes, de mener ses propres inspections et d'engager des procédures en cas de manquement des agences à leurs obligations. Ces procédures s'accompagnent d'ailleurs d'un pouvoir de sanction pour la première fois accordé à une autre autorité qu'une autorité nationale.

### 3) *Un réel pouvoir de sanction*

L'AEMF est donc investie d'un pouvoir d'enquête, de contrôle sur place, et de sanction à l'égard des agences de notation au titre des infractions au règlement désormais énumérées dans une annexe III. Cette annexe nouvelle ne liste pas moins de 73 infractions possibles. Elle peut notamment retirer l'enregistrement, interdire temporairement l'émission de notations, suspendre l'utilisation de la notation, exiger de l'agence qu'elle mette fin à l'infraction, émettre une communication au public, un blâme ou prononcer une amende ou une astreinte. Ainsi, l'article 36 bis en son paragraphe 1 dispose que « lorsque, conformément à l'article 23 sexies, paragraphe 5, le conseil des autorités de surveillance de l'AEMF constate qu'une agence de notation de crédit a, délibérément ou par négligence, commis une des infractions énumérées à l'annexe III, il adopte une décision infligeant une amende conformément au paragraphe 2 ». L'amende la plus réduite peut s'élever à 10 000 euros<sup>632</sup> dans le cas où l'agence de notation a « enfreint l'article 6, paragraphe 2, en liaison avec l'annexe I, section B, point 9, en ne conservant pas les relevés exposant les droits et obligations respectifs de l'agence de notation de crédit ou de l'entité notée ou de ses tiers liés en vertu d'un contrat de prestation de services de notation de crédit pendant la durée de la relation avec cette entité notée ou son tiers lié »<sup>633</sup>. L'amende la plus importante peut atteindre 750 000 euros<sup>634</sup> en cas par exemple d'utilisation du mécanisme d'aval d'une notation de crédit émise dans un pays tiers dans l'intention de contourner les exigences du présent règlement<sup>635</sup> ou encore lorsque l'agence ne met pas en place les politiques ou les procédures adéquates afin de garantir le respect des obligations qui lui incombent en vertu du présent règlement<sup>636</sup>. Afin d'être plus précis dans la sanction, le paragraphe 2 de l'article 36 bis précise que pour définir le montant de l'amende dans la fourchette impartie, l'AEMF se base sur le chiffre d'affaire annuel de l'agence au titre de l'exercice

<sup>631</sup> *Ibid.*, article 23 sexies, paragraphe 3.

<sup>632</sup> *Ibid.*, article 36 bis, paragraphe 2, alinéa f).

<sup>633</sup> *Ibid.*, annexe III, section II, point 3.

<sup>634</sup> *Ibid.*, article 36bis, paragraphe 2, alinéa a).

<sup>635</sup> *Ibid.*, annexe III, section I, point 2.

<sup>636</sup> *Ibid.*, point 11.

précédent<sup>637</sup>. Il est cependant précisé que l'amende ne peut pas excéder 20% du chiffre d'affaire annuel de l'agence sanctionnée mais que lorsque l'agence a obtenu un avantage financier grâce à l'infraction qu'elle a commise, l'amende est alors au moins égale à l'avantage financier ainsi obtenu<sup>638</sup>. Ces mesures semblent logiques et adéquates, il convient en effet de ne pas sanctionner trop lourdement une agence au risque de mettre son existence en danger, mais il convient également de lui retirer tout bénéfice mal acquis. Pour ce qui est des astreintes, instaurées par l'article 36 ter, elles sont équivalentes à 3% du chiffre d'affaire journalier moyen au titre de l'exercice précédent ou, s'il s'agit de personne physique, à 2% du revenu journalier moyen au titre de l'année civile précédente<sup>639</sup>.

L'ensemble des montants de sanction peut être adapté à la hausse ou à la baisse en fonction des coefficients liés au constat de circonstances aggravantes ou atténuantes. Sont considérés comme des facteurs aggravants la répétition de l'infraction, une période infractionnelle de plus de six mois, l'existence de faiblesses systémiques dans l'organisation de l'agence, le caractère délibéré de l'infraction, le fait que l'infraction ait eu un impact négatif sur la qualité des notations émises ou encore l'absence de coopération avec l'AEMF<sup>640</sup>. Les coefficients de circonstances atténuantes sont moins nombreux. Ils s'appliqueront en réduction du montant de base de l'infraction lorsque l'agence pourra démontrer que toutes les mesures nécessaires à la prévention de l'infraction ont été adoptées, si la période infractionnelle est inférieure à dix jours, si l'agence a porté l'infraction à l'attention de l'AEMF rapidement, efficacement et complètement ou encore si elle a de son propre chef pris des mesures pour que l'infraction ne puisse plus se reproduire<sup>641</sup>. Si plusieurs coefficients peuvent s'appliquer, le règlement indique qu'ils s'appliqueront l'un après l'autre<sup>642</sup>.

Si le non-respect des dispositions du règlement est avéré, l'AEMF, en plus des sanctions financières, dispose d'une arme plus redoutable encore pouvant se traduire par le retrait de l'enregistrement<sup>643</sup> ou encore l'émission d'une communication publique<sup>644</sup>. Ce retrait peut être définitif, temporaire ou suspensif le temps pour l'agence de se mettre en règle. Cependant, comme le précise le paragraphe 4 de l'article 24, les notations de crédit peuvent toujours être utilisées à des fins réglementaires pendant un certain délai. L'alinéa a dispose que ce délai peut être de « dix jours ouvrables à compter

---

<sup>637</sup> *Ibid.*, article 36 bis, paragraphe 2 : « Le montant de base est fixé à la limite inférieure des fourchettes pour les agences de notation de crédit dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur à 10 000 000 EUR, au milieu pour celles dont le chiffre d'affaires annuel est compris entre 10 000 000 EUR et 50 000 000 EUR, et à la limite supérieure pour celles qui ont un chiffre d'affaires annuel supérieur à 50 000 000 EUR ».

<sup>638</sup> *Ibid.*, paragraphe 4.

<sup>639</sup> *Ibid.*, article 36 ter, paragraphe 3.

<sup>640</sup> *Ibid.*, annexe IV, section I.

<sup>641</sup> *Ibid.*, section II.

<sup>642</sup> *Ibid.*, article 36 bis, paragraphe 3.

<sup>643</sup> *Ibid.*, article 24.

<sup>644</sup> *Ibid.*, alinéa e).

de la date à laquelle la décision de l'AEMF est rendue publique en application du paragraphe 5, s'il existe, pour le même instrument financier ou la même entité, des notations de crédit émises par d'autres agences de notation de crédit enregistrées conformément au présent règlement », ou selon l'alinéa b de « trois mois à compter de la date à laquelle la décision de l'AEMF est rendue publique en application du paragraphe 5, s'il n'existe pas, pour le même instrument financier ou la même entité, de notations de crédit émises par d'autres agences de notation de crédit enregistrées conformément au présent règlement ».

Par ailleurs, la publication des amendes et astreintes infligées aux agences de notation est prévue par l'article 36 quinquies paragraphe 1, excepté dans les cas où elle impliquerait de graves perturbations sur les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause. La possibilité pour le public d'avoir connaissance des sanctions infligées aux agences est importante. En effet, non seulement les citoyens européens sont informés des décisions prises par les instances mais aussi et surtout, les agences doivent intégrer davantage qu'avec une sanction pécuniaire, la notion de responsabilité. Très soucieuses de leur image et de leur réputation, facteurs importants de leur activité, la publication de sanctions consécutives par exemple à un non-respect des normes relatives aux conflits d'intérêts peut influencer bien plus négativement leur chiffre d'affaire que la sanction pécuniaire prévue par le règlement. Dès lors, il est certain que les agences seront plus attentives au risque de sanctions.

Enfin, la Cour de Justice de l'Union Européenne (CJUE) se voit conférer un rôle important puisqu'elle est habilitée à statuer sur les décisions de l'AEMF. Les agences de notation peuvent ainsi « demander le réexamen par la Cour de justice de l'Union européenne conformément aux articles 60 et 61 du règlement (UE) n°1095/2010 »<sup>645</sup> en cas de sollicitation de renseignements par voie de décision. Lorsque l'AEMF décide d'une inspection, « le contrôle de la légalité de la décision de l'AEMF est réservé à la Cour de justice de l'Union européenne selon la procédure établie par le règlement (UE) n°1095/2010. »<sup>646</sup>. Enfin, l'article 36 sexies dispose que lorsque l'AEMF a infligé une amende ou une astreinte, un recours formé par les agences est possible auprès de la CJUE qui statue avec compétence de pleine juridiction et peut annuler, réduire ou majorer l'amende ou l'astreinte infligée. Les États membres ne conservent un pouvoir de sanction qu'à l'égard des établissements financiers et autres entités qui manqueraient à l'obligation de n'utiliser à des fins réglementaires que des notations de crédit émises par des agences de notation enregistrées ou lorsque les faits sont susceptibles de constituer une infraction pénale<sup>647</sup>. Ce pouvoir de sanction est

---

<sup>645</sup> *Ibid.*, article 23 ter, paragraphe 3, alinéa g.

<sup>646</sup> *Ibid.*, article 23 quinquies, paragraphe 9.

<sup>647</sup> *Ibid.*, article 23 sexies, paragraphe 8.

donc amplifié grâce au concours des diverses instances de l'Union susceptibles d'imposer les sanctions.

La première sanction prononcée par l'AEMF à l'encontre d'une agence de notation financière fut un blâme à l'encontre de *S&P* le 3 juin 2014. Il sanctionnait un dysfonctionnement dans ses procédures de notation et de son contrôle interne car, le 10 novembre 2011, l'agence avait envoyé à ses clients un mail annonçant par erreur la dégradation de la note de la France. La première sanction financière de l'AEMF fut prononcée contre *DBRS*. L'agence a été condamnée à 30 000 euros d'amende pour des défaillances au cours de l'année 2009 dans les modalités de son contrôle interne. La dernière sanction en date a été infligée à *Fitch* le 21 juillet 2016. La pénalité de 1,38 millions d'euros est due à des négligences quant à la notation de dettes souveraines entre septembre 2010 et février 2013. La première concernait la transmission à des tiers des notes de six pays (la France, l'Espagne, la Grèce, l'Italie, l'Irlande et le Portugal) alors qu'elles n'avaient pas encore été rendues publiques. La sanction concernait également des défaillances du système de contrôle interne de *Fitch*. Enfin, le 26 janvier, alors que l'agence dégradait la note de la Slovénie, le délai obligatoire de 12h nécessaire pour informer au préalable le gouvernement concerné afin qu'il puisse réagir, n'a pas été respecté.

L'AEMF dispose sans conteste possible de pouvoirs très étendus. Elle contrôle l'enregistrement des agences de notation, dispose d'un large pouvoir d'investigation et d'un panel complet de sanctions. L'ensemble de ces prérogatives en font l'acteur principal (si ce n'est unique) du contrôle européen des agences de notation financière. Pourtant, ce règlement (UE) n°513/2011, complet et efficace, qui confère à l'AEMF des pouvoirs étendus, présente des insuffisances.

## **Paragraphe II : Un règlement incomplet**

Quatre règlements délégués prévus par le règlement de 2011 ont été adoptés afin de renforcer la réglementation européenne, mais des domaines d'activités exercés par les agences restent totalement ignorés. Les notations souveraines ne sont toujours pas contrôlées, la responsabilité civile des agences n'est même pas évoquée et le problème de la dépendance aux notations n'est pas résolu. Ainsi, malgré l'ajout de plusieurs règlements délégués (A), le règlement (UE) n°513/2011 présente toujours des lacunes (B)

### A) La nécessité de règlements délégués complémentaires

A la suite de l'entrée en vigueur du règlement (UE) n°513/2011, l'AEMF avait également la charge de soumettre à la Commission Européenne (CE) des propositions de normes techniques de réglementation. Ces projets ont suivi la procédure des articles 10 et suivants du règlement instituant l'AEMF relatifs à l'élaboration de normes techniques de réglementation, et des articles 38 bis à quater du règlement de 2011, en vue de l'adoption par la CE d'actes délégués les rendant juridiquement contraignants. Quatre règlements délégués, (UE) n°446/201255 ; 447/201256 ; 448/201257 et 449/201258 relatifs à des normes techniques de réglementation ont été adoptés par la CE le 21 mars 2012 et publiés au *Journal officiel de l'Union Européenne* le 30 mai 2012. Ils sont ainsi venus compléter le règlement de 2011.

Le règlement délégué 446/2012 concerne les rapports périodiques de notification des données de notation et définit les informations que les agences enregistrées doivent fournir en vue de leur contrôle par l'AEMF. On peut souligner que ces rapports concernent des données alignées sur celles requises en parallèle pour le traitement statistique dans le registre central de statistiques public. L'obligation de fournir ces rapports s'applique à toutes les agences, à condition qu'elles aient des notations pour les classes d'actifs concernées ; néanmoins les petites agences de moins de 50 employés n'appartenant pas à des groupes d'agences (donc en dehors des agences ayant plusieurs filiales) bénéficient d'un allègement en termes de fréquence de production des rapports. Ce règlement délégué permet également d'assurer les droits de la défense puisqu'il octroie aux agences de notation et aux autres personnes faisant l'objet d'une mesure d'exécution de l'AEMF une série de droits comme celui d'être entendues par les enquêteurs de l'AEMF, celui d'avoir accès au dossier, ou encore un délai de prescription de 3 ou 5 ans selon l'infraction.

Le règlement délégué 447/2012 définit les règles d'après lesquelles l'AEMF évaluera si les agences de notation se conforment à l'obligation prévue par l'article 8.3 du règlement (UE) n°513/2011 imposant que les méthodes de notation soient rigoureuses, systématiques, sans discontinuité et validées par des modèles historiques. Ce règlement est le moins précis des quatre, ce qui entraîne une insécurité juridique pour les agences dont les méthodes de notation s'appuient par conséquent sur des critères discrétionnaires établis par l'AEMF<sup>648</sup>.

Le règlement délégué 448/2012 porte sur la présentation des informations via le registre central de statistiques sur les performances des notations (CEREP). Il concerne les informations

---

<sup>648</sup> SIMON Y., *op. cit.*, p. 81.

périodiques que les agences doivent fournir dans le CEREP. Il en précise les modalités de « *reporting* » (en termes notamment de présentation, de contenu, de fréquence et de méthode) pour les grandes catégories que sont les notations d'entreprises ou les notations de finances publiques. Ce règlement est le plus précis de ces règlements délégués. Il impose aux agences de fournir une quantité très importante d'informations. Alors que le but de la mise en place de ce répertoire est d'améliorer la transparence, l'aspect qualitatif de ces informations pose problème car l'AEMF, grâce à cette collecte, s'immisce au cœur même de l'activité des agences. En s'arrogeant un droit largement et discrétionnairement défini sur les informations que les agences doivent lui fournir, l'AEMF s'octroie un pouvoir de contrôle des méthodes utilisées par les agences, pouvoir qu'aucun texte normatif ne lui donne.

Enfin, le règlement délégué 449/2012 traite des informations en vue de l'enregistrement et de la certification des agences. Il précise les documents et informations à fournir à l'AEMF dans le cadre de l'évaluation des dossiers d'enregistrement (ou de certification) pour les nouvelles agences qui pourraient faire acte de candidature à l'agrément. Ces informations ont un rapport notamment avec la structure actionnariale de l'agence (propriété, répartition du capital), sa structure organisationnelle et avec le gouvernement d'entreprise. Ainsi, les dirigeants sont tenus de fournir leur *curriculum vitae*, un extrait récent de leur casier judiciaire et une déclaration sur l'honneur concernant leur honorabilité. Elles concernent également les différentes politiques et procédures liées à l'émission de notations telles que l'émission et le réexamen des notations de crédit ou l'indépendance et la prévention des conflits d'intérêts. Enfin ces informations intéressent également des aspects opérationnels (programme d'activités, conservation d'informations, planification de la continuité des activités et systèmes informatiques, etc...).

L'adoption de ces quatre règlements délégués permet une plus grande visibilité des différentes normes que doivent remplir les agences de notation. Ils permettent également de combler certains manques du règlement (UE) n°513/2011 qui présente néanmoins d'importantes lacunes.

## B) Des lacunes persistantes

Le règlement de 2011 reste incomplet car, malgré les attentes, il ne revient pas sur les manquements déjà soulignés lors du premier règlement de 2009. Les lacunes ne sont pas résolues et l'UE semble se satisfaire de la mise en place d'une structure efficace d'encadrement des agences de notation financière.

La problématique de la dépendance aux notations des agences n'est évoquée dans le règlement (UE) n°513/2011 que par le considérant 7 disposant « cette divulgation [des informations fournies par l'émetteur à une agence de notation] pourrait aussi entraîner une diminution de la dépendance vis-à-vis des notations de crédit émises par les agences de notation de crédit ». Par conséquent, l'obligation légale de recourir à des notations externes est toujours de rigueur et le recours excessif aux notations externes pour les gestions internes des risques existe toujours. Dès lors, la trop grande dépendance aux notations des agences et ses effets procycliques ne semblent pas constituer une priorité pour l'Union européenne. Il est d'ailleurs nécessaire de noter que cela relativise fortement l'efficacité de l'UE sur ce point et va à contre sens des différentes règles en vigueur partout dans le monde.

Ensuite, même si par ce règlement (CE) n°1060/2009 les agences ont l'obligation d'informer une entité concernée dans un délai de douze heures avant la publication de la future évolution de sa note, aucune autre mesure n'est venue compléter cette règle, notamment pour les notes souveraines. Ainsi, le processus des notations souveraines n'est pas exhaustif, il manque de transparence et leur publication peut s'avérer inopportune puisqu'elle est à la libre discrétion des agences. Cette absence de contrôle est un manquement important puisqu'elle peut entraîner, en cas de modification de notes souveraines, un effet de contagion.

Malgré la mise en place d'un certain nombre de sanctions en cas de non-respect du règlement, il faut néanmoins signaler l'absence d'un régime européen de responsabilité civile. En conséquence, les investisseurs bénéficient d'un droit à réparation insuffisant et les agences d'impunité en cas d'erreur. Enfin, ce règlement ne renforce pas la lutte contre les conflits d'intérêts ainsi que la transparence des notations et des méthodes utilisées.

Il ne fait aucun doute que le règlement (UE) n°513/2011 a un effet positif sur le contrôle des agences de notation financière. En effet, il instaure une autorité unique pour l'encadrement des agences et permet une simplification ainsi qu'une harmonisation des contrôles. C'est donc un signal envoyé aux agences par l'Union européenne, celui de la mise en place d'une structure permettant un examen centralisé de l'enregistrement et de la surveillance des agences de notation. Ce règlement impose également de multiples sanctions en cas de non-respect des règles. Malgré cela, il présente les mêmes lacunes que le précédent. La question de la dépendance aux notations n'est pas réglée, la question des notations souveraines est évacuée ; la notion de responsabilité civile des agences de notation financière n'est nullement évoquée, absence qui est d'ailleurs moins excusable qu'en 2009 avec un règlement qui était alors nouveau et rédigé immédiatement après la crise.

C'est le règlement n°462/2013 qui va enfin ouvrir la voie à ces nouvelles contraintes qui, jusque-là,

n'avaient pas encore été évoquées. Ainsi, ce dernier règlement sur les agences de notation, complet et efficace, aborde tous les domaines et devient ainsi un exemple dans le monde.

### **Section III : L'Union européenne devient un modèle en matière de contrôle des agences de notation financière**

C'est en 2013 que l'UE devient un exemple en matière de contrôle des agences de notation financière. En effet, le règlement n°462/2013 adopté le 31 mai 2013 permet à l'UE de contrôler de manière efficace et complète l'activité des agences. De nouvelles mesures qui étaient attendues (Paragraphe I) sont adoptées telles que la responsabilité civile des agences de notation ou encore la lutte contre la dépendance excessive aux notations. De nouvelles règles entrent en vigueur et les mesures existantes sont également renforcées. Grâce à des améliorations substantielles (Paragraphe II) dans la lutte contre les conflits d'intérêts par exemple, l'UE devient un véritable modèle pour le contrôle des agences de notation financière.

#### **Paragraphe I : Les innovations du règlement n°462/2013**

Avec le règlement n°462/2013, un certain nombre d'innovations font enfin leur apparition. Il s'agit dans un premier temps de réduire la dépendance aux agences de notation clairement condamnée au sein de l'Union européenne (A). Cette prise de conscience sur le rôle joué par les agences fait écho à la mise en place de leur responsabilité civile (B) que l'Union, pour la première fois, a décidé d'instaurer en faisant en sorte que celle-ci ne soit pas simplement formelle. Enfin, le législateur européen a pour la première fois distingué les notations souveraines des autres notations, permettant ainsi de mieux les contrôler (C).

##### **A) La condamnation de la dépendance à l'égard des agences de notation**

La crise a montré que le recours excessif aux notations souveraines était susceptible de créer des « effets de falaise ». L'exemple en est de ce qui a été démontré précédemment, à savoir la dégradation des prévisions économiques ayant pesé sur les finances publiques des différents États européens et à travers le monde. Il s'en est suivi l'abaissement de notes souveraines, puis un mouvement de vente de titres de dettes par les établissements financiers et les investisseurs. Ces réactions du marché ont été amplifiées par la dépendance excessive aux notations des agences. Pour

éviter ce genre de situation, l'UE a décidé dans son dernier règlement sur les agences de notation de limiter les références aux notations inscrites dans la législation financière (2) ainsi que le recours excessif et automatique des établissements financiers à ces notations (1).

*1) Les investisseurs encouragés à procéder à leurs propres évaluations*

Comme l'explique David Lawton, alors responsable des marchés pour l'Autorité des services financiers britanniques, « le défi en termes de politique publique est de travailler à la réduction de la dépendance mécanique vis-à-vis des notations. [...] Il est peu probable que nous aboutissions à une situation où elles ne jouent aucun rôle, mais elles ne doivent représenter qu'un indicateur parmi d'autres en matière de solvabilité »<sup>649</sup>. C'est en 2013, que pour la première fois au sein de l'Union européenne, la dépendance aux agences de notation est clairement évoquée dans un texte réglementaire. Le considérant 9 du règlement n°462/2013 dispose ainsi qu'« il convient de réduire la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit et tous les effets automatiques découlant des notations de crédit devraient être progressivement éliminés ». Cette avancée était très attendue, tous les règlements précédents ayant éludé la question. Afin de lutter contre ce phénomène, l'UE mise d'abord sur la fin du recours excessif, voire mécanique aux seules notations externes de crédit pour apprécier la qualité de crédit d'actifs. C'est ainsi que, l'article 5 bis « Dépendance excessive des institutions financières à l'égard des notations de crédit », a spécifiquement été inséré. Il impose à certains établissements financiers de procéder à leurs propres évaluations de crédit. Ces établissements financiers doivent ainsi éviter de se fier exclusivement ou mécaniquement à des notations externes du crédit pour apprécier la qualité de crédit d'actifs<sup>650</sup>. Les autorités compétentes devraient veiller à l'adéquation des procédures d'évaluation de crédit mises en place par ces établissements financiers, y compris en contrôlant qu'elles ne se fient pas excessivement aux notations de crédit<sup>651</sup>. Il est à noter que cette règle est directement adaptée des *Principles for reducing reliance on CRA Ratings* publiés par le Conseil de stabilité financière en octobre 2010. L'UE aurait pu se satisfaire de cet article 5 bis qui limite les recours aux notations externes ; elle l'a au contraire élargi par de nouvelles orientations visant à supprimer ce risque dans le cadre des

<sup>649</sup> GILLET A., « Les législateurs européens mettent l'UE en garde contre l'interdiction des notations souveraines », *EURACTIV.com*, 1 mars 2012.

<sup>650</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013, op. cit.*, article 5 bis, paragraphe 1.

<sup>651</sup> *Ibid.*, paragraphe 2 : « Les autorités compétentes sectorielles chargées de la surveillance des entités visées à l'article 4, paragraphe 1, premier alinéa, en tenant compte de la nature, de l'ampleur et de la complexité des activités de ces entités, surveillent l'adéquation de leurs processus d'évaluation du risque de crédit, évaluent le recours à des références contractuelles aux notations de crédit et, le cas échéant, les encouragent à atténuer les effets de telles références, en vue de réduire le recours exclusif et mécanique aux notations de crédit, en ligne avec la législation sectorielle spécifique ».

instruments financiers structurés et à accroître la qualité de leur notation. C'est là la force de ce nouveau règlement. Ainsi, le nouvel article 8 ter dispose en son paragraphe 1 que « L'émetteur, l'initiateur et le sponsor d'un instrument financier structuré établis dans l'Union publient conjointement, sur le site internet mis en place par l'AEMF en vertu du paragraphe 4, des informations relatives à la qualité de crédit et aux performances des actifs sous-jacents à l'instrument financier structuré, à la structure de l'opération de titrisation, aux flux de trésorerie et aux éventuelles garanties couvrant une exposition titrisée, ainsi que toute information nécessaire pour effectuer des tests de résistance complets et bien documentés sur les flux de trésorerie et la valeur des garanties couvrant les expositions sous-jacentes ». La publication continue d'informations spécifiques sur les instruments financiers structurés et, en particulier, sur les principales caractéristiques des portefeuilles d'actifs sous-jacents, permet aux investisseurs de procéder à leurs propres évaluations de crédit et donc de ne pas devoir se fier à des notations externes en matière de produits structurés.

Cette logique de publication d'informations qui permet aux investisseurs d'évaluer eux-mêmes les titres financiers n'est pas limitée aux produits structurés. D'autres dispositions et textes européens la complètent. La Commission européenne publie ainsi un certain nombre d'informations publiques concernant les États, telles que des données sur les dettes publiques, des statistiques trimestrielles sur les finances publiques, les données harmonisées et comparables qui lui sont communiquées dans le cadre de la procédure au sujet des déficits excessifs, des prévisions économiques et rapports sur la zone euro, la finance publique et la viabilité budgétaire. Par ailleurs, avec le renforcement ces dernières années de la surveillance budgétaire et macroéconomique des États-membres au travers des règles du pacte de stabilité et de croissance<sup>652</sup>, les investisseurs ont accès à des informations supplémentaires pour effectuer leurs propres évaluations de risque. Dans le cadre du *Semestre européen*<sup>653</sup> (qui a permis une rationalisation des flux d'information à la disposition des investisseurs, leur offrant ainsi une meilleure vue d'ensemble de la situation macroéconomique et budgétaire des États membres), la Commission publie un certain nombre de rapports comprenant l'examen annuel de la croissance (en novembre), qui fixe les priorités de l'UE pour stimuler la croissance et la création d'emplois ; mais également le rapport sur le mécanisme d'alerte dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques et désigne les États membres

---

<sup>652</sup> Le pacte est ancré dans le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), et repose sur le règlement (CE) n°1466/97 du Conseil et sur le règlement (CE) n°1467/97 du Conseil, ainsi que sur leurs modifications ultérieures et sur la législation liée.

<sup>653</sup> Le Semestre européen est un cycle (qui se concentre sur les six premiers mois de l'année, d'où son nom) de coordination des politiques économiques et budgétaires au sein de l'UE. Il s'inscrit dans le cadre de la gouvernance économique de l'Union européenne. Dans le cadre de ce Semestre européen, les États membres alignent leurs politiques économiques et budgétaires sur les règles et les objectifs arrêtés au niveau de l'UE.

pour lesquels une analyse plus poussée est nécessaire ; les rapports par pays (février/mai), dans lesquels la Commission publie une évaluation économique analytique unique par État membre appréciant la situation économique et les programmes de réformes du pays ; enfin des recommandations par pays (en mai) qui fournissent des orientations politiques adaptées à chaque État membre dans des domaines considérés comme prioritaires. Les investisseurs ont donc accès à des informations très complètes. De plus, pour assurer la coordination des politiques budgétaires des États membres ayant adopté la monnaie unique, les gouvernements sont également tenus par les dispositions du « *two-pack* »<sup>654</sup> de soumettre chaque année à la Commission, au plus tard le 15 octobre, leurs projets de plans budgétaires pour l'année suivante<sup>655</sup>. La Commission réalise alors deux évaluations des projets de plans budgétaires : un avis sur le plan de chaque État membre et une évaluation globale de la situation et des perspectives budgétaires de la zone euro dans son ensemble. En outre, l'entrée en vigueur en 2014 de la SEC 2010 qui remplace la SEC 1995<sup>656</sup> a permis de clarifier les règles relatives aux Statistiques de Finances Publiques (SFP). Ainsi, les statistiques recueillies sur les SFP fournissent une vision complète de l'encours de la dette publique des États membres de l'UE. Les investisseurs peuvent ainsi disposer d'informations exactes sur les niveaux de dette publique dans l'UE. L'ensemble de ces informations en provenance de l'Union européenne, mises à jour et périodiquement renouvelées, et les informations publiées dans les États membres à travers par exemple les instituts nationaux de statistiques, permettent aux investisseurs d'évaluer eux-mêmes dans les meilleures conditions différents titres financiers. Il est donc possible d'affirmer que le règlement n°462/2013 permet la mise en œuvre de dispositions visant à réduire le recours excessif et automatique aux notations externes et par conséquent aux notes des agences de notation financière, mais que ces dispositions pourraient s'avérer insuffisantes et certains dénoncent leur inefficacité. Ainsi, dans un rapport d'octobre 2016, la Commission européenne relève le fait que « si des règles d'atténuation existent pour éviter le recours exclusif et mécanique aux notations externes, le recours aux notations dans des domaines critiques [...], notamment pour le calcul des exigences de fonds propres réglementaires ou de solvabilité, pourrait

---

<sup>654</sup> Le «two-pack» se compose de deux règlements instaurant des procédures supplémentaires de surveillance et de contrôle pour les États membres de la zone euro.

<sup>655</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°473/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro*, 27 mai 2013, article 6, paragraphe 1 : « Les États membres soumettent à la Commission et à l'Eurogroupe chaque année, et au plus tard le 15 octobre, un projet de plan budgétaire pour l'année suivante. Ce projet de plan budgétaire est cohérent avec les recommandations qui leur sont adressées dans le contexte du pacte de stabilité et de croissance et, le cas échéant, avec les recommandations qui leur sont adressées dans le contexte du cycle annuel de surveillance, y compris la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques instituée par le règlement (UE) n°1176/2011 et avec les avis sur les programmes de partenariat économique visés à l'article 9 ».

<sup>656</sup> Instauré par le Règlement (CE) n°2223/96 du Conseil du 25 juin 1996 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans la Communauté.

inciter les établissements financiers et les entreprises d'assurance à recourir aux évaluations des agences de notation »<sup>657</sup>. Norbert Gaillard est quant à lui encore plus critique et affirme que la dépendance aux agences et l'influence de ces dernières n'est réduite que « sur le papier uniquement ». « Dans les faits, les investisseurs financiers ont continué, dans leur propre système d'évaluation des risques crédit à se reporter à ces notes. Exemple très marquant, la Banque centrale européenne s'appuie toujours sur leurs notes de crédit pour déterminer les actifs éligibles aux opérations de refinancement de l'Eurosystème »<sup>658</sup>. Ainsi, avec l'adoption de nouveaux textes, la politique européenne visant à permettre aux investisseurs d'évaluer eux-mêmes des produits financiers sans l'intervention des agences pourrait s'avérer encore plus efficace. Elle est d'ailleurs complétée par la volonté de mettre fin à la référence faite aux notations dans les textes.

## 2) Éviter les références aux notations

C'est l'autre aspect de la lutte contre la dépendance aux agences de notation, les références aux notes qu'elles émettent. Ainsi le règlement n°462/2013, outre encourager les investisseurs à produire leurs propres évaluations, tend aussi à limiter, voire supprimer, les références aux notations dans les différents textes européens. Le considérant 6 de ce règlement dispose ainsi que « l'Union s'emploie à réexaminer, dans un premier temps, si des références aux notations de crédit dans le droit de l'Union amènent ou sont susceptibles d'amener à recourir exclusivement ou mécaniquement à de telles notations de crédit et, dans un second temps, toutes les références aux notations de crédit à des fins réglementaires, en vue de les supprimer d'ici à 2020, sous réserve d'avoir identifié et mis en œuvre des solutions alternatives à l'évaluation du risque de crédit appropriées ».

De plus, conformément au nouvel article 5 ter, l'AEMF, l'ABE et l'AEAPP ne doivent pas faire référence aux notations de crédit dans leurs orientations, recommandations et projets de normes techniques, lorsque de telles références sont susceptibles d'amener les autorités compétentes ou les participants aux marchés financiers à se fier mécaniquement à ces notations de crédit. Elles sont donc tenues d'adapter en conséquence les orientations et recommandations qu'elles ont déjà publiées, avant le 31 décembre 2013<sup>659</sup>. Cet article veut donc « bannir » le plus possible les

---

<sup>657</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit*, COM(2016) 664 final, 19 octobre 2016, p. 6.

<sup>658</sup> BOI L., *L'Europe impuissante à se « désintoxiquer »*, Les Echos, 17 janvier 2017.

<sup>659</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013*, *op. cit.*, article 5 ter, paragraphe 1 : « L'autorité européenne

références aux notations de la part des institutions européennes telle que la Banque centrale par exemple. Le CERS est également concerné. Le paragraphe 2 de cet article dispose ainsi que « le Comité européen du risque systémique (CERS) institué par le règlement (UE) n°1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique ne fait pas référence aux notations de crédit dans ses alertes et recommandations lorsque de telles références sont susceptibles d'entraîner un recours exclusif ou mécanique à des notations de crédit ». C'est donc l'ensemble des institutions européennes relatives au système financier qui sont priées par ce règlement d'abandonner les références aux notations des agences.

L'objectif de l'UE est la suppression des références aux notations dans les textes européens d'ici 2020, la Commission étant chargée de veiller à la bonne mise en œuvre de cet objectif. C'est un objectif ambitieux qui démontre sa volonté de mettre fin à la dépendance aux agences de notation. L'article 39 ter paragraphe 1 précise cependant que cet objectif sera atteint sous réserve « d'avoir identifié et mis en œuvre des solutions alternatives appropriées ». En premier lieu, l'excès de dépendance à l'égard des références contractuelles pourrait être évité au moyen d'interdictions ou de nouvelles exigences de publication. Toutefois, ces interdictions constitueraient une restriction à la liberté contractuelle et devraient nécessairement être justifiées par des raisons impérieuses d'intérêt général. En tout état de cause, les références aux notations ne devraient pas servir de prétexte aux gestionnaires pour ne pas effectuer leurs propres vérifications avant de prendre des décisions d'investissement.

En remplacement des notations externes, plusieurs solutions sont envisageables : la mesure du risque de crédit fondée sur le marché, les outils d'évaluation interne du risque de crédit et les évaluations de tiers.

La mesure du risque fondée sur le marché est une solution objective et transparente du point de vue de l'accessibilité, permettant l'application de pondérations de risque spécifiques à un actif donné. Elle peut servir à mesurer la probabilité du risque de défaut pour une grande variété de catégories d'actifs différentes, comme les dettes souveraines, les dettes d'entreprise et les produits structurés. Toutefois, ces outils de mesure peuvent être soumis à d'importantes restrictions. « Les deux risques

---

de surveillance (Autorité bancaire européenne) (ABE) instituée par le règlement (UE) n°1093/2010 du Parlement européen et du Conseil (\*), l'Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) (AEAPP) instituée par le règlement (UE) n° 1094/2010 du Parlement européen et du Conseil (\*\*), et l'AEMF ne font pas référence aux notations de crédit dans leurs orientations, recommandations et projets de normes techniques lorsque de telles références sont susceptibles d'amener les autorités compétentes, les autorités compétentes sectorielles, les entités visées à l'article 4, paragraphe 1, premier alinéa, ou d'autres participants au marché financier à recourir exclusivement ou mécaniquement à ces notations de crédit. En conséquence, au plus tard le 31 décembre 2013, l'ABE, l'AEAPP et l'AEMF réexaminent et suppriment, le cas échéant, toutes les références aux notations de crédit de cette nature figurant dans les orientations et recommandations existantes ».

principaux recensés par l'AEMF et dans l'étude d'ICF concernent la grande volatilité de ces outils de mesure et leur incapacité à fournir des indications plus nuancées du risque associé à un investissement. Les mesures fondées sur le marché sont notamment exposées au risque de manipulation, c'est-à-dire au risque que les participants au marché influencent stratégiquement les prix dans le but d'entraîner une conséquence réglementaire et d'en profiter. »<sup>660</sup>.

Les outils d'évaluation interne du risque de crédit servent quant à eux à l'évaluation du risque à des fins prudentielles. Les méthodes internes sont davantage susceptibles de refléter correctement le profil de risque d'un emprunteur ou d'un titre donné et peuvent être adaptées aux besoins de chaque participant au marché. Il est également possible de les utiliser pour toute catégorie d'instrument financier et d'investissement. L'inconvénient majeur du remplacement des notations externes de crédit par des modèles d'évaluation interne du crédit tient à leurs coûts élevés. Il s'agit notamment des coûts liés au développement des outils analytiques et à la collecte des données ainsi qu'à l'embauche de personnel qualifié pour tirer des conclusions des analyses, valider les modèles et en contrôler la qualité. Ce modèle présente également l'inconvénient d'une efficacité à long terme, un certain nombre d'années d'expérience étant nécessaires pour produire des évaluations de qualité. En dernier lieu, ces méthodes ne garantissent pas non plus un degré élevé de transparence vis-à-vis du marché, principalement parce que ces modèles ne sont pas rendus publics. Cette solution, pourtant préconisée par le règlement n°462/2013, n'est cependant pas facile à mettre en œuvre et nécessitera la mise en place de contrôles notamment sur la transparence.

Enfin, une autre solution serait le remplacement des notations externes par des évaluations de tiers qui ne sont pas associés à l'investissement. Ces évaluations concernent par exemple des mesures comptables, la classification des risques pays de l'OCDE, l'établissement de scores par les banques centrales et l'établissement de scores par des entreprises privées, fondé sur des modèles informatiques. Cette solution est cependant trop particulière et pas assez généralisée pour que les acteurs puissent utiliser facilement ces seules données.

Le rapport de la Commission du 19 octobre 2016<sup>661</sup> prévu par le règlement n°462/2013<sup>662</sup> permet de faire un état des lieux des mesures adoptées. Il indique ainsi qu'à la suite de ce règlement, certains actes qui mentionnaient le recours aux notations externes de crédit<sup>663</sup> ont été modifiés par la

---

<sup>660</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit, op.cit.*, p. 7.

<sup>661</sup> *Ibid.*

<sup>662</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013, op. cit.*, article 39 ter, paragraphe 2.

<sup>663</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n°1060/2009 et (UE) n° 1095/2010 ; Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009

directive 2013/14/UE, qui a introduit des règles supplémentaires pour les sociétés de gestion ou d'investissement en ce qui concerne les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) et pour les gestionnaires de fonds d'investissement relevant de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, en vertu desquelles les méthodes de gestion des risques ne doivent plus reposer exclusivement et mécaniquement sur les notations externes de crédit. Quant au règlement EMIR<sup>664</sup>, qui constitue l'acte législatif régissant les contreparties centrales, il autorise l'établissement du niveau de risque au moyen des évaluations réalisées par les agences de notation, sans toutefois leur imposer ce procédé ni l'encourager. En cas de recours aux notations externes, les contreparties centrales doivent proposer une analyse contradictoire ou compléter leur évaluation au moyen de leur propre analyse.

Il convient enfin de souligner que la Commission<sup>665</sup> propose également la modification de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains OPCVM et la modification de directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs ; il s'agit de s'assurer que le principe selon lequel il faut éviter une dépendance excessive à l'égard des notations de crédit sera bien intégré aux dispositions législatives nationales mettant en œuvre ces directives.

Le règlement européen n°462/2013 répond donc bien à l'attente de nombreux observateurs qui veulent mettre fin à la dépendance aux agences de notation. Pour cela deux pistes sont mises en place dans ce règlement. Il faut tout d'abord éviter aux investisseurs de devoir s'adresser automatiquement aux agences, en les amenant à définir eux-mêmes les risques de crédit. Il s'agit ensuite de ne pas insérer de nouvelles références aux agences de notation et de supprimer les références existantes avant le 1 janvier 2020. L'UE s'est donc impliquée de manière efficace et ambitieuse pour mettre fin à la dépendance aux notations. Dans ce règlement de 2013, une autre disposition très importante était attendue, elle concerne la responsabilité civile des agences

---

portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ; Directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle ; Directive 2013/14/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit.

<sup>664</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux*, 27 juillet 2012.

<sup>665</sup> Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}, 15 novembre 2011, paragraphe 3.4.2.

## B) La responsabilité civile des agences de notation financière

L'établissement du régime de responsabilité civile des agences de notation financière est l'évolution réglementaire la plus attendue du règlement n°462/2013. C'est un pas en avant fait par l'Union européenne, d'autant plus qu'elle s'adresse à la fois aux investisseurs, et aux émetteurs. Cependant, malgré un véritable encouragement à la mise en œuvre d'une responsabilité civile (1), il est possible de se demander, en raison de sa complexité, s'il ne s'agit pas seulement de l'affirmation formelle d'un principe de responsabilité (2).

### 1) *Un encouragement à la mise en œuvre d'une responsabilité civile*

Si le règlement n°1060/2009 a instauré une responsabilité administrative des agences de notation, il n'avait prévu aucun régime de responsabilité civile, se contentant de renvoyer au droit national. Une telle disposition est toutefois rapidement apparue insuffisante aux yeux des autorités européennes. Dans le cadre d'une consultation<sup>666</sup>, il a donc été proposé que la mise en place d'un régime de responsabilité civile des agences de notation au bénéfice des investisseurs soit imposée à l'échelle européenne dans le triple objectif de leur assurer une protection efficace, d'éviter le *forum shopping* de la part des agences, et de les discipliner<sup>667</sup>. Cette proposition a suscité une violente opposition des agences de notation qui ont d'abord fait valoir que la mise en place d'un régime de responsabilité civile à leur égard était dangereuse au regard de la nature des notations qu'elles émettaient ; ces notations ne constituant que des opinions prédictives, c'est-à-dire susceptibles de changement, et diffusées à l'ensemble du public, risquaient d'entraîner une exposition illimitée de leur responsabilité à chaque modification de la notation<sup>668</sup>. Pour elles, le risque d'engagement d'un contentieux était susceptible de les amener à émettre des notes reflétant davantage le sentiment du marché que leurs propres opinions<sup>669</sup>, et de réduire leur indépendance vis-à-vis des émetteurs<sup>670</sup>.

<sup>666</sup> Commission européenne, *Public consultation on credit rating agencies*, 5 novembre 2010.

<sup>667</sup> *Ibid.*, section 4, p. 24 : « A specific liability regime for credit rating agencies at EU level as described above would improve legal certainty for investors, prevent forum shopping and have a preventive disciplining effect on credit rating agencies ».

<sup>668</sup> DE PASCALIS F., « Civil Liability of Credit Rating Agencies From a European Perspective: Development and Contents of Art. 35(a) of Regulation (EU) No 462/2013 », *University of Oslo Faculty of Law Legal Studies*, Research Paper Series No. 2015-05, p. 11 : « Secondly, they claimed that a potential liability regime was dangerous. In essence, they underlined the ways in which a civil liability regime would contrast with the nature of credit ratings as forward-looking opinions subject to changes over time. Consequently, they feared an unlimited exposure to litigation every time a rating change occurred. In other words, they were worried that the regime would open the gate to unmeritorious and speculative claims against them ».

<sup>669</sup> *Ibid.*, « One of the possible consequences would be a convergence of CRA ratings in the markets since the agencies would reflect prevailing market sentiment rather than expressing controversial opinions which could expose them to unlimited litigation ».

Elles menaçaient enfin de limiter leur activité aux entités ayant passé un contrat avec elles et par conséquent de ne plus diffuser leurs notations au public mais seulement à leurs abonnés<sup>671</sup>. Ces arguments n'ont toutefois pas convaincu la Commission européenne puisque en 2011, dans sa proposition de règlement, elle a proposé un droit d'action au profit des seuls investisseurs, en cas de violation intentionnelle ou par négligence grave d'une des dispositions du règlement par l'agence. Le paragraphe 3.4.7 de ladite proposition dispose ainsi que « [...] les agences de notation ont une responsabilité importante envers les émetteurs : celle de respecter les dispositions du règlement qui leur est applicable. Le nouvel article 35 bis vise à traduire cette réalité : une agence de notation qui enfreindrait le règlement intentionnellement ou par négligence grave et, ce faisant, porterait préjudice à un investisseur qui se serait fié à une notation qu'elle aurait émise, serait tenue pour responsable, sous réserve que l'infraction en question ait influencé la notation ».

Le législateur européen dans le règlement n°462/2013 a finalement opté pour un champ d'application plus large que celui préconisé par la proposition de règlement. Il inclut ainsi, en plus des investisseurs, les émetteurs. Le considérant 32 dispose que « c'est pourquoi il importe de prévoir un droit de recours adapté pour les investisseurs qui se sont raisonnablement appuyés sur une notation de crédit émise en violation du règlement (CE) n°1060/2009 ainsi que pour les émetteurs qui subissent un préjudice en raison d'une notation de crédit émise en violation du règlement (CE) n°1060/2009. L'investisseur et l'émetteur devraient pouvoir invoquer la responsabilité de l'agence de notation de crédit pour le préjudice causé par une infraction au dit règlement qui a influé sur le résultat de la notation ».

Le nouvel article 35 bis du règlement de 2009 instaure donc un régime général de responsabilité civile des agences de notation financière, applicable aussi bien aux émetteurs qu'aux investisseurs. Le paragraphe 1 de cet article 35 bis définit les contours de cette responsabilité et dispose que « lorsqu'une agence de notation de crédit, de manière intentionnelle ou par négligence grave, a commis l'une des infractions énumérées à l'annexe III et que cette infraction a eu une incidence sur une notation de crédit, un investisseur ou un émetteur peuvent demander réparation à cette agence de notation de crédit pour le préjudice qu'ils ont subi du fait de cette infraction ». En ce qui concerne l'investisseur, il faut qu'il se soit « raisonnablement appuyé sur une notation de crédit, conformément à l'article 5 bis, paragraphe 1, ou autrement en faisant preuve de toute la diligence requise, pour décider d'investir dans l'instrument financier couvert par cette notation de crédit, de le

---

<sup>670</sup> *Ibid.*, p. 12 : « Finally, a civil liability regime could impact on the independence of CRAs to the extent that issuers might have used the threat of legal action to delay or curb the production of any ratings that they found unfavourable ».

<sup>671</sup> *Ibid.*, « Also, in an attempt to reduce their exposure to potential civil liability claims, CRAs might have decided to circumscribe their business and thus offer ratings only on a subscription basis to those entering into contracts with them. This would have had negative consequences for the rating market in that it would have reduced or, in the worst case scenario, eliminated the free public availability of ratings ».

détenir ou de le céder »<sup>672</sup>. Concernant l'émetteur, il faut qu'il établisse « que son instrument ou ses instruments financiers sont couverts par cette notation de crédit et que l'infraction n'a pas été causée par des informations trompeuses et inexactes fournies par l'émetteur à l'agence de notation de crédit, directement ou par l'intermédiaire d'informations accessibles au public »<sup>673</sup>. La charge de la preuve revient à l'investisseur ou à l'émetteur<sup>674</sup>. Le paragraphe 2 indique également que ce sont les juridictions nationales qui seront compétentes pour faire appliquer ce règlement dans le cadre de la responsabilité civile. Ainsi, elles devront « apprécier le caractère précis et circonstancié des informations, compte tenu du fait que l'investisseur ou l'émetteur peuvent ne pas avoir accès à des informations qui demeurent purement dans la sphère de l'agence de notation de crédit ». Le paragraphe 3 ajoute quant à lui que la responsabilité civile des agences n'est limitée que lorsque la limitation est « raisonnable et proportionnée »<sup>675</sup> et « autorisée par le droit national applicable conformément au paragraphe 4 »<sup>676</sup>. Le droit national des États membres joue donc un rôle majeur dans la mise en place de cette responsabilité civile. Ainsi, c'est à lui d'interpréter les différents termes de cet article 35 bis<sup>677</sup>. Le paragraphe 5 précise enfin que cette nouvelle disposition n'exclut pas d'autres actions en responsabilité civile conformément au droit national. Le nouvel article 35 bis est devenu directement applicable dans l'ensemble des États membres en juin 2013<sup>678</sup>.

Ce nouveau régime de responsabilité civile est une avancée incontestable de l'UE, mais il faut cependant relever le caractère restrictif de ce nouveau régime au regard de la nature du préjudice réparable. « Le législateur européen n'envisage en effet qu'un préjudice d'altération de la décision, à l'exclusion de tout préjudice d'altération du cours, ce qui montre que dans son esprit une notation fautive vient avant tout modifier le processus décisionnel de l'investisseur, comme le confirme d'ailleurs le début du considérant 32 du règlement n° 462/2013 : « les notations de crédit, qu'elles soient émises à des fins réglementaires ou non, influent de manière significative sur les décisions d'investissement (...) ». Certes, le règlement n'interdit pas qu'un préjudice d'altération de cours puisse être réparé, mais ce n'est qu'à la condition que le droit national le permette

---

<sup>672</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013, op. cit.*, article 35 bis, paragraphe 1.

<sup>673</sup> *Ibid.*

<sup>674</sup> *Ibid.*, paragraphe 2 : « Il incombe à l'investisseur ou à l'émetteur d'apporter des informations précises et circonstanciées indiquant que l'agence de notation de crédit a commis une infraction au présent règlement, et que cette infraction a eu une incidence sur la notation de crédit émise ».

<sup>675</sup> *Ibid.*, paragraphe 3, alinéa 1.

<sup>676</sup> *Ibid.*, alinéa 2.

<sup>677</sup> *Ibid.*, Paragraphe 4 : « Les termes de "préjudice", "intention", "négligence grave", "raisonnablement appuyé", "diligence requise", "incidence", "raisonnable" et "proportionné", qui sont visés au présent article mais ne sont pas définis, sont interprétés et appliqués conformément au droit national applicable déterminé selon les règles applicables du droit international privé ».

<sup>678</sup> L'article 2 indique que le règlement entre en vigueur, hormis pour certaines dispositions, le vingtième jour suivant celui de sa publication au Journal officiel de l'Union européenne. Cette publication a eu lieu en date du 31 mai 2013.

conformément au paragraphe 5 [...]. »<sup>679</sup>. Cependant, le règlement n'oblige en rien les États membres sur ce point, il s'agit donc d'un vide. « En outre, au sein même des préjudices d'altération de la décision, le législateur n'appréhende que les cas où le manquement de l'agence a eu une incidence sur la notation. Or, il se peut que, lorsqu'une agence manque de loyauté dans la présentation de la note ou de transparence (par exemple, quant à sa méthodologie), elle modifie le processus décisionnel de l'investisseur, sans pourtant qu'un impact sur la notation n'ait eu lieu. Là encore, seul le recours au droit national pourrait permettre à l'investisseur d'agir »<sup>680</sup>.

La mise en place de la responsabilité civile des agences de notation financière au sein de l'UE constitue sans aucun doute une réelle avancée. Il est toutefois possible de constater des lacunes qui amènent à s'interroger : n'est-elle pas simplement l'affirmation formelle d'un principe de responsabilité plutôt que l'instauration d'un véritable régime spécial ?

## 2) Une affirmation seulement formelle d'un principe de responsabilité ?

Deux éléments essentiels contribuent à la remise en question du principe de responsabilité civile des agences de notation mis en place par le règlement n°462/2013.

Le premier est dû à la charge probatoire qui s'impose à l'investisseur. La Commission européenne dans sa proposition de règlement en date du 15 novembre 2011, s'était montrée ambitieuse en prévoyant notamment un renversement partiel de la charge de la preuve au bénéfice de l'investisseur, en cas de violation du règlement influençant la notation. Il était ainsi prévu que « dès lors qu'un investisseur établit des faits dont on peut inférer qu'une agence de notation de crédit a commis l'une des infractions énumérées à l'annexe III, il revient à l'agence de notation de crédit de prouver qu'elle n'a pas commis l'infraction ou que celle-ci n'a pas eu d'incidence sur la notation de crédit émise »<sup>681</sup>. « En d'autres termes, c'est sur l'agence que reposait la charge de prouver qu'elle n'avait commis aucune infraction ou bien que celle-ci n'avait eu aucun impact sur la notation émise dès que l'investisseur était en mesure d'en apporter une première justification ; une présomption de faute et de causalité était donc en quelque sorte posée »<sup>682</sup>. La Commission justifiait ce renversement probatoire par la nécessité d'effectivité du droit de recours, « il est important d'assurer aux investisseurs un droit de recours effectif contre les agences de notation. Les

<sup>679</sup> PROROK J., *La responsabilité civile sur les marchés financiers*, Université Panthéon-Assas, Thèse de doctorat en droit soutenue le 31 mars 2016, p. 497.

<sup>680</sup> *Ibid.*

<sup>681</sup> Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}*, *op. cit.*, article 35 bis, paragraphe 4.

<sup>682</sup> PROROK J., *op. cit.*, p. 499.

investisseurs n'ayant pas une connaissance approfondie des procédures internes des agences de notation de crédit, un renversement partiel de la charge de la preuve de l'existence d'une infraction et de son impact sur la note finale semble indiqué dès lors que l'investisseur a raisonnablement argumenté en faveur de l'existence d'une telle infraction »<sup>683</sup>. Elle n'envisageait pas, toutefois, d'aller plus loin, puisqu'elle ajoutait que « en revanche, dans la mesure où l'existence d'un préjudice et le rapport de cause à effet entre l'infraction et le préjudice relèvent plutôt de la sphère de l'investisseur, la charge de la preuve devrait en incomber entièrement à ce dernier »<sup>684</sup>. Le renversement partiel de la charge probatoire, s'il n'était pas négligeable, restait ainsi limité. Pourtant, face à l'opposition des agences de notation, il n'a pas été maintenu dans la version finalement retenue par le Parlement européen et le Conseil. En effet, à la lecture du nouvel article 35 bis, il est possible de s'apercevoir que la charge probatoire à l'égard des investisseurs dans le règlement de 2013 est particulièrement lourde. Ils doivent ainsi apporter la preuve de trois éléments. D'abord, la preuve d'une faute qualifiée de l'agence consécutive à un manquement au règlement par intention ou par négligence grave. Cette nécessité de négligence grave démontre que le standard retenu pour la faute de l'agence est donc élevé. Le législateur européen estime ce degré de faute approprié du fait de la complexité intrinsèque du processus de notation et du caractère potentiellement illimité de la responsabilité encourue par les agences de notation<sup>685</sup>, il a donc en partie retenu les arguments des agences évoqués précédemment. Ensuite, l'investisseur est tenu de démontrer un double lien de causalité consistant, à la fois, dans l'effet de la faute sur la notation et dans l'effet de la notation sur la décision d'investissement (effet devant être raisonnable). Pour terminer, l'investisseur devra bien sûr démontrer son préjudice. « Le régime vient ainsi renforcer le fardeau probatoire, pourtant par nature déjà particulièrement lourd, de l'investisseur davantage qu'il ne l'allège. Et ce d'autant que selon le paragraphe 2, alinéa 1, l'investisseur est tenu d'apporter « des informations précises et circonstanciées » sur la faute commise et sur son incidence sur la notation »<sup>686</sup>. Il faut remarquer que l'alinéa 2 du paragraphe 2 précise qu'il appartient aux juridictions nationales d'apprécier le caractère précis et circonstancié desdites informations, compte

<sup>683</sup> Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}, op. cit.*, considérant 26.

<sup>684</sup> *Ibid.*

<sup>685</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013, op. cit.*, considérant 33 : « Il devrait être possible de tenir les agences de notation de crédit pour responsables si elles enfreignent de manière intentionnelle ou par négligence grave, les obligations que leur impose le règlement (CE) n°1060/2009. Ce degré de faute est approprié parce que l'activité de notation de crédit implique, dans une certaine mesure, d'évaluer des facteurs économiques complexes et que des méthodes différentes peuvent donner des résultats différents en matière de notation sans qu'aucun ne puisse être considéré comme inexact. En outre, il n'est approprié d'exposer les agences de notation de crédit à une responsabilité potentiellement illimitée que lorsqu'elles enfreignent le règlement (CE) n°1060/2009 de manière intentionnelle ou par négligence grave ».

<sup>686</sup> PROROK J., *op. cit.*, p. 498.

tenu du fait que l'investisseur peut « ne pas avoir accès à des informations qui demeurent purement dans la sphère de l'agence de notation de crédit ».

Il convient alors de s'interroger sur la réelle possibilité pour les investisseurs d'agir en responsabilité civile contre les agences. En ce qui concerne tout d'abord les investisseurs institutionnels, qui dominent largement le marché de la dette et sont donc les plus susceptibles d'engager une action, le nouveau dispositif leur complique considérablement la tâche. L'article 35 bis dispose que les investisseurs doivent prouver qu'ils se sont raisonnablement appuyés sur une notation de crédit conformément à l'article 5 bis, qui les soumet à une obligation d'évaluation et leur interdit de recourir exclusivement et mécaniquement aux notations. « Or, cette obligation d'évaluation vient singulièrement affaiblir leur situation, aussi bien du point de vue de la preuve que du quantum de l'indemnisation »<sup>687</sup>. D'une part, d'un point de vue probatoire, les investisseurs institutionnels devront justifier que leur évaluation correspond bien à la notation délivrée par l'agence (à défaut, il aurait été déraisonnable de leur part de s'appuyer sur cette notation). Mais cette contrainte fragilise du même coup leur position au regard de la preuve de la faute commise par l'agence et en particulier de son impact sur la notation. En effet, si par leur propre analyse, des investisseurs institutionnels sont parvenus à une conclusion allant dans le même sens que la notation, il est alors possible de mettre en doute la faute de l'agence dans son processus de notation et, surtout, l'impact de cette faute sur ladite notation. « D'autre part, quand bien même ils parviennent à établir la preuve de la faute de l'agence et de son impact, il leur est plus difficile de rapporter qu'ils se sont « raisonnablement appuyés » sur la notation, étant donné qu'elle n'est venue de fait que conforter le résultat de leurs propres investigations. Plus encore, si l'on doute de la qualité de l'évaluation menée personnellement par l'investisseur institutionnel, étant donné qu'il est parvenu aux mêmes conclusions erronées que celles de l'agence, il pourrait être procédé à un partage de responsabilité, en raison de la faute de la victime »<sup>688</sup>.

Pour ce qui est des investisseurs individuels, la situation peut paraître plus simple puisqu'ils n'ont pas l'obligation de conduire leur propre évaluation du risque. Cependant, ils doivent également prouver qu'ils se sont « raisonnablement appuyés sur la notation », ce qui ne rend pas la tâche évidente. En effet, dans le cas de l'existence publique d'autres informations sur les titres concernés, plusieurs hypothèses sont envisageables. Soit elles ne vont pas dans le même sens que la notation de l'agence, il est alors possible d'estimer que les investisseurs individuels n'ont pas agi raisonnablement en s'appuyant sur la notation ; soit elles vont dans le même sens, et il est alors possible de considérer qu'ils ont été influencés par la notation, mais également par ces informations,

---

<sup>687</sup> *Ibid.*, p. 499-500.

<sup>688</sup> *Ibid.*, p. 500.

et donc de conclure à une causalité partielle et à une réduction corrélative de l'indemnisation. Dans le cas où il n'existe aucune information disponible sur le titre, il est possible de douter du caractère raisonnable pour un investisseur individuel d'acheter un titre dont il n'est pas en mesure d'appréhender la complexité, sur la seule foi d'une opinion délivrée par une agence de notation. « L'on notera d'ailleurs le caractère partiellement incohérent du législateur européen. On voit mal en effet comment concilier l'exigence probatoire selon laquelle les investisseurs se sont appuyés « raisonnablement » sur la notation et celle d'une appréciation souple du lien de causalité, posée au considérant 36 : « le fait que les investisseurs institutionnels, y compris les gestionnaires de placement, soient tenus d'évaluer eux-mêmes la qualité de crédit d'actifs ne saurait empêcher une juridiction de constater qu'une infraction au règlement (CE) n°1060/2009 commise par une agence de notation de crédit a causé à un investisseur un préjudice dont cette agence de notation doit répondre. Le présent règlement améliorera certes la capacité des investisseurs à évaluer eux-mêmes les risques, mais leur accès à l'information restera plus limité que celui des agences de crédit elles-mêmes. De surcroît, les petits investisseurs, plus particulièrement, peuvent être dans l'incapacité de réexaminer de façon critique les notations de crédit émanant d'agences de notation ». Le législateur européen se garde bien d'indiquer plus précisément aux tribunaux nationaux comment appliquer ces injonctions quelque peu contradictoires »<sup>689</sup>.

Le deuxième facteur de la remise en question du principe de responsabilité civile des agences de notation mis en place par le règlement n°462/2013 est la faiblesse de l'harmonisation opérée. En effet, ce sont les juridictions nationales qui sont compétentes pour interpréter un certain nombre de termes et pour faire appliquer ce règlement dans le cadre de la responsabilité civile et ce en fonction des « règles pertinentes du droit international privé »<sup>690</sup>. Il faut souligner que si le renvoi au droit national n'a en soi rien d'exceptionnel, il est dans ce cas d'une ampleur surprenante, dans la mesure où il concerne les termes qui sont au cœur même du nouveau dispositif. « Il en résulte que son application concrète dans les divers États membres dépendra de l'interprétation qui leur en sera donnée, de sorte que l'uniformisation, en principe recherchée par le recours à l'instrument réglementaire, est loin d'être acquise. Ainsi, le Royaume-Uni a, peu après l'entrée en vigueur du nouveau règlement, adopté un texte pour en définir les principaux termes, et les autres États s'en sont généralement remis au sens que ceux-ci revêtent habituellement dans leur droit de la responsabilité civile »<sup>691</sup>. Le risque principal de cette situation est l'installation d'un *forum shopping* exercé par les agences de notation en fonction de la législation la moins sévère. En définitive,

---

<sup>689</sup> *Ibid.*, p. 500-501.

<sup>690</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013*, *op. cit.*, considérant 35.

<sup>691</sup> PROROK J., *op. cit.*, p. 503.

malgré l'ambition affichée de mettre en place une responsabilité civile des agences de notation au sein de l'UE, force est de constater qu'il s'agit plus de l'affirmation formelle d'un principe de responsabilité que de l'instauration d'un véritable régime spécial au bénéfice des victimes. De plus, la faiblesse de l'harmonisation fait davantage douter de la réelle volonté européenne de mettre en place un système véritablement effectif de responsabilité civile à l'encontre des agences de notation.

Le règlement européen n°462/2013 répond à la plupart des exigences attendues en matière de contrôle des agences de notation financière. Il revient tout d'abord sur la dépendance des marchés aux agences et prend des mesures pour y remédier. Ainsi, il limite les références aux notations figurant dans la législation financière mais également le recours excessif et quasi automatique à ces notations. Il définit ensuite la notion de responsabilité civile des agences de notation financière et il s'agit très certainement de la nouveauté la plus attendue, même si un travail approfondi dans ce domaine paraît indispensable en termes d'efficacité. En plus de ces nouveautés, le règlement n°462/2013 permet un renforcement de la législation déjà existante et contribue ainsi à apporter des améliorations exhaustives.

## **Paragraphe II : Des améliorations substantielles**

Outre l'adoption de mesures nouvelles, le règlement n°462/2013 permet un renforcement des dispositions déjà existantes. Ainsi, que ce soit contre les conflits d'intérêts ou pour l'amélioration de la concurrence au sein du marché européen de la notation, ce règlement met en place des mesures complémentaires bienvenues (A). Mais qu'en sera-t-il de l'avenir ? (B). En plus de la prise en compte des perspectives de notation effectuée par ce règlement, un réseau européen de petites agences de notation est ainsi envisageable.

### **A) L'adoption des mesures complémentaires nécessaires**

A travers le règlement n°462/2013, le législateur européen a voulu combler certains vides laissés par les deux précédents règlements, il a donc décidé d'améliorer la prévention des conflits d'intérêts, la rendant ainsi complète (1) grâce notamment à un nouvel encadrement des actionnaires. De même, l'adoption de mesures propices au développement des petites agences démontre la volonté de l'UE d'augmenter la concurrence au sein du marché de la notation (2). Enfin, ce dernier règlement permet un contrôle des notations souveraines (3), nécessaire au vu de leur importance.

1) *L'amélioration de la prévention contre les conflits d'intérêts*

En plus des mesures déjà existantes dans les règlements de 2009 et 2011, les nouvelles mesures inscrites dans le règlement européen de 2013 instaurent des mécanismes de prévention des conflits d'intérêts réellement efficaces.

Il s'agit en premier lieu de mieux encadrer les liens entre actionnaires des agences de notation et entités notées. Quand les actionnaires d'une agence de notation ou des personnes influentes peuvent en même temps être actionnaires de l'entité notée, le risque de conflits d'intérêts est évident. L'exposé des motifs de la modification de 2013 du règlement européen du 16 septembre 2009 sur les agences de notation rappelle que « l'indépendance d'une agence de notation de crédit vis-à-vis d'une entité notée peut également souffrir d'éventuels conflits d'intérêts de l'un de ses principaux actionnaires avec l'entité notée. Un actionnaire d'une agence de notation de crédit pourrait, en effet, être membre de l'organe d'administration ou de surveillance d'une entité notée ou d'un tiers lié »<sup>692</sup>. Elle ajoute que le règlement du 16 septembre 2009 « n'a tenu compte de ce type de situation qu'en ce qui concerne les conflits d'intérêts causés par les analystes de notation, les personnes approuvant les notations de crédit ou les autres membres du personnel des agences de notation de crédit. Ledit règlement ne s'est toutefois pas prononcé sur les conflits d'intérêts pouvant être causés par les actionnaires ou les membres des agences de notation de crédit »<sup>693</sup>. Le cas des actionnaires n'était donc pas pris en compte. Ce fut corrigé dans le règlement n°462/2013, le paragraphe 1 de l'article 6 du règlement de 2009 ayant été remplacé par : « une agence de notation de crédit prend toutes les mesures nécessaires pour garantir que l'émission d'une notation de crédit ou d'une perspective de notation n'est affectée par aucun conflit d'intérêts ni aucune relation commerciale, existants ou potentiels, impliquant l'agence de notation de crédit émettant cette notation ou cette perspective de notation, ses actionnaires, dirigeants, analystes de notation, salariés ou toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit ou toute personne directement ou indirectement liée à elle par une relation de contrôle ». La proposition de modification du règlement européen de 2011 prévoyait qu'une agence s'abstienne d'émettre une notation lorsque l'un de ses actionnaires détenait 10 % du capital, ou des droits de vote, ou « étant autrement en mesure d'exercer une influence significative sur l'activité économique de cette agence »<sup>694</sup>, et s'il était également membre de l'organe d'administration ou de

<sup>692</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013*, *op. cit.*, considérant 20.

<sup>693</sup> *Ibid.*

<sup>694</sup> Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}, *op. cit.*, annexe I, section B, point 3, ii), a bis).

surveillance de l'entité notée ou avait investi dans celle-ci. Il en va de même si l'entité notée détient 10 % ou plus du capital de l'agence qui la note. Ces propositions ont été suivies dans les faits puisque la révision de 2013 a modifié la section B de l'annexe I en disposant qu'« un actionnaire ou un membre d'une agence de notation de crédit détenant 10 % ou plus du capital ou des droits de vote de cette agence de notation de crédit, ou étant autrement en mesure d'exercer une influence significative sur l'activité économique de cette agence, détient 10 % ou plus, soit du capital, soit des droits de vote de l'entité notée ou d'un tiers lié, ou de toute autre participation dans cette entité notée ou ce tiers lié, à l'exclusion des participations dans des organismes de placement collectif diversifiés et des fonds gérés tels que des fonds de pension ou des assurances sur la vie, qui ne le mettent pas en mesure d'exercer une influence significative sur les activités économiques de ces organismes »<sup>695</sup>. Il dispose également que « la notation de crédit émise concerne une entité notée ou un tiers lié qui détient 10 % ou plus, soit du capital, soit des droits de vote de cette agence de notation de crédit »<sup>696</sup> et enfin qu'« un actionnaire ou un membre d'une agence de notation de crédit détenant 10 % ou plus, soit du capital, soit des droits de vote de cette agence de notation de crédit, ou étant autrement en mesure d'exercer une influence significative sur l'activité économique de cette agence, est membre du conseil d'administration ou de surveillance de l'entité notée ou de l'un de ses tiers liés »<sup>697</sup>. En plus de ces dispositions, le règlement de 2013 impose de communiquer lorsqu'une personne détient 5 % d'une agence de notation et a investi dans l'entité notée. A ainsi été inséré dans le règlement n°462/2013, au sein de la section B de l'annexe 1, le point 3 bis disposant qu' « une agence de notation de crédit annonce qu'une notation de crédit existante ou des perspectives de notation sont potentiellement affectées dans l'un des cas suivants :

- un actionnaire ou un membre d'une agence de notation de crédit détenant 5 % ou plus, soit du capital, soit des droits de vote de cette agence de notation de crédit, ou étant autrement en mesure d'exercer une influence significative sur l'activité économique de cette agence, détient 5 % ou plus, soit du capital, soit des droits de vote de l'entité notée ou d'un tiers lié, ou de toute autre participation dans cette entité notée ou ce tiers lié, à l'exclusion des participations dans des organismes de placement collectif diversifiés et des fonds gérés tels que des fonds de pension ou des assurances sur la vie, qui ne le mettent pas en mesure d'exercer une influence significative sur les activités économiques de ces organismes ;
- un actionnaire ou un membre d'une agence de notation de crédit détenant 5 % ou plus, soit du capital, soit des droits de vote de cette agence de notation de crédit, ou étant autrement en

---

<sup>695</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013, op. cit.*, annexe I, section B, point 3, ii), a bis).

<sup>696</sup> *Ibid.*, iii), b bis).

<sup>697</sup> *Ibid.*, iv), c bis).

mesure d'exercer une influence significative sur l'activité économique de cette agence, est membre du conseil d'administration ou de surveillance de l'entité notée ou d'un tiers lié ».

Même si ces seuils et notamment le seuil de 10% ont en réalité peu d'impact pour les grandes agences puisqu'en 2012, seuls 3 actionnaires à travers le monde étaient concernés (pour les grandes agences), à savoir les sociétés *Capital Group Companies* (possédant 16,15 % de *S&P* et 21,98 % de *Moody's*), *Fimalac* et *Hearst*, possédant à parts égales *Fitch*<sup>698</sup> ; ces mesures visant les actionnaires des agences de notation et des entités notées permettent de renforcer un peu plus la législation européenne sur les conflits d'intérêts évitant ainsi qu'un individu soit impliqué à la fois pour son rôle dans une agence et dans l'entité notée.

La grande force de ce règlement dans le cadre de la prévention des conflits d'intérêts est qu'il ne se limite pas à ces seules dispositions. En effet, des normes de transparence accrue des politiques de prix pratiquées et des commissions facturées par les agences de notation sont aussi imposées. Cette exigence favorise non seulement la concurrence sur le marché des notations de crédit, mais permet aussi à l'AEMF de surveiller les risques de conflits d'intérêts liés au modèle émetteur-payeur. Le point 3 quater, au sein de la section B de l'annexe I dispose que « les agences de notation de crédit veillent à ce que les commissions facturées à leurs clients pour la fourniture de services de notation de crédit et de services accessoires soient non discriminatoires et basées sur les coûts réels. Les commissions facturées pour des services de notation de crédit ne sont pas liées au niveau de la notation du crédit émise par l'agence de notation de crédit, ni en aucune autre manière aux résultats des tâches effectuées ». Cette nouvelle disposition du règlement n°462/2013 vise donc à prévenir les conflits d'intérêts dans les cas notamment où des entités notées paieraient des commissions plus élevées en échange de notations indûment favorables.

Sur les conflits d'intérêts, le règlement reste toutefois inachevé. En effet, la proposition de règlement de décembre 2011 envisageait la mise en place d'une règle de rotation des agences dont l'objectif était bien sûr d'atténuer le risque de conflit d'intérêts inhérent au modèle de l'émetteur-payeur. Ce système devait être mis en place par l'article 6 ter qui instaurait une règle de rotation pour les agences de notation chargées par l'émetteur soit de le noter personnellement, soit de noter ses instruments de créance (autrement dit, cette règle ne s'appliquait pas aux notations de crédit non sollicitées et donc aux notations souveraines)<sup>699</sup>. L'agence de notation sollicitée ne devait pas noter un même émetteur plus de trois ans, ou plus d'un an si elle avait déjà noté successivement plus de

---

<sup>698</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 142.

<sup>699</sup> Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}*, *op. cit.*, paragraphe 1.

dix instruments de créance de l'émetteur<sup>700</sup>. L'agence de notation précédemment engagée (ou toute autre agence de notation appartenant au même groupe ou ayant avec elle des liens d'actionnariat) ne devait pas pouvoir noter de nouveau le même émetteur ou ses instruments de créance avant écoulement complet d'un délai d'attente approprié de quatre ans<sup>701</sup>. Cet article prévoyait aussi que l'agence de notation « sortante » fournisse à l'agence de notation « entrante » un dossier de transmission avec les informations pertinentes<sup>702</sup>. Ces différentes dispositions n'ont toutefois pas été retenues dans la version finale du règlement n°462/2013. Le régulateur européen a ainsi préféré alléger ces dispositions en disposant en son article 6 ter que « lorsqu'une agence de notation de crédit conclut un contrat pour l'émission de notations de crédit relatives à des retitrisations, elle n'émet pas de notations de crédit sur de nouvelles retitrisations adossées à des actifs sous-jacents du même initiateur pendant une durée supérieure à quatre ans ».

Il s'agit là de la seule limite de cette réglementation visant la lutte contre les conflits d'intérêts car ces dispositions avaient pour effet de réduire fortement le risque que représente la proximité créée par une longue relation d'affaire avec un émetteur. Cependant, les nouvelles dispositions adoptées restent très complètes et efficaces, limitant ainsi considérablement les risques de conflits d'intérêts. Le règlement comporte également de nouvelles mesures afin non pas de limiter, mais plutôt d'augmenter la concurrence.

## 2) *L'objectif de développement de la concurrence*

Le secteur de la notation au sein de l'UE est actuellement dominé par les trois grandes agences américaines assurant une couverture géographique mondiale de toutes les catégories d'actifs. Leur part de marché cumulée en termes de chiffre d'affaires s'établit à environ 92 % dans l'Union<sup>703</sup>. Bien que de nouvelles agences soient entrées sur le marché européen de la notation de crédit, composé à l'heure actuelle par 26 agences de notation de crédit enregistrées et de quatre agences de notation de crédit certifiées, la plupart des agences de notation de crédit de plus petite taille notent un nombre limité de catégories d'actifs, exercent des activités transfrontières restreintes et couvrent un périmètre géographique réduit.

---

<sup>700</sup> *Ibid.*, paragraphe 2, alinéa b.

<sup>701</sup> *Ibid.*, paragraphe 4.

<sup>702</sup> *Ibid.*, paragraphe 6.

<sup>703</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit*, op. cit., p. 12.

Tableau n°17 : Calcul de la part de marché sur la base du chiffre d'affaires 2014 des activités de notation de crédit et des services accessoires, au niveau du groupe, dans l'Union Européenne<sup>704</sup>

| Agences de notation de crédit enregistrées          | Part de marché |
|-----------------------------------------------------|----------------|
| AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)        | 0,79 %         |
| ARC Ratings, S.A.                                   | 0,02 %         |
| ASSEKURATA Assekuranz Ratings-Agentur GmbH          | 0,21 %         |
| Axesor S.A.                                         | 0,61 %         |
| BCRA-Credit Rating Agency AD                        | 0,02 %         |
| Capital Intelligence (Cyprus) Ltd.                  | 0,12 %         |
| CERVED Group S.p.A.                                 | 1,20 %         |
| Creditreform Rating AG                              | 0,50 %         |
| CRIF S.p.A.                                         | 0,33 %         |
| Dagong Europe Credit Rating Srl                     | 0,02 %         |
| DBRS Ratings Limited                                | 1,47 %         |
| Euler Hermes Rating GmbH                            | 0,20 %         |
| European Rating Agency, a.s.                        | 0,00 %         |
| EuroRating Sp. Zo.o.                                | 0,00 %         |
| Feri EuroRating Services AG                         | 0,64 %         |
| Fitch Group <sup>29</sup>                           | 16,80 %        |
| GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH | 0,32 %         |
| ICAP Group SA                                       | 0,55 %         |
| INC Rating Sp. Zo.o. <sup>30</sup>                  | 0,00 %         |
| ModeFinance S.A. <sup>31</sup>                      | 0,00 %         |
| Moody's Group <sup>32</sup>                         | 34,67 %        |
| Rating-Agentur Expert RA GmbH <sup>33</sup>         | 0,00 %         |
| Scope Credit Rating GmbH                            | 0,14 %         |
| Spread Research SAS                                 | 0,11 %         |
| Standard & Poor's Group <sup>34</sup>               | 40,42 %        |
| The Economist Intelligence Unit Ltd.                | 0,87 %         |
| <b>Total</b>                                        | <b>100 %</b>   |

Les chiffres de ce tableau dévoilés moins d'un an après la mise en place du règlement n°462/2013, autorisent à relativiser l'impact des dispositions prises pour développer la concurrence au sein du marché de la notation et, notamment, à travers le recours aux agences de notation de petite taille. Ainsi, « [...] la Commission ne s'attend pas à un changement rapide dans le secteur oligopolistique de la notation. L'analyse et l'avis technique de l'AEMF montrent toutefois qu'il faudra plus de temps pour pouvoir évaluer complètement l'incidence des mesures récemment introduites au titre du règlement ANC [Agences de Notation de Crédit] en ce qui concerne la concurrence au sein du marché des ANC »<sup>705</sup>.

Concernant la mise en place d'une rotation des agences comme évoqué précédemment, le considérant 12 précise que la relation entre un émetteur et une agence est le plus souvent une

<sup>704</sup> *Ibid.*

<sup>705</sup> *Ibid.*, p. 19.

relation longue propice aux arrangements à cause notamment « d'un risque de familiarité ». Ainsi, les agences peuvent se montrer accommodantes et les émetteurs eux préfèrent rester « fidèles » à une agence car la quitter pourrait signifier pour les investisseurs une mauvaise qualité de crédit de l'émetteur. Il y a ainsi un véritable « effet de verrouillage » par ce même considérant. La rotation des agences devrait favoriser « l'entrée sur le marché de nouveaux acteurs en offrant aux agences de notation de crédit existantes la possibilité d'étendre leurs activités à de nouveaux domaines ». Outre la rotation obligatoire des agences qui a un effet positif important en termes de choix offerts sur le marché des notations notamment par l'ouverture de débouchés commerciaux aux agences de notation de plus petite taille, d'autres mesures sont également prises par le règlement de 2013. Tout d'abord, au sujet des produits structurés, le nouvel article 8 quater impose une double notation. Selon le paragraphe 1, « lorsqu'un émetteur ou un tiers lié entend solliciter la notation de crédit d'un instrument financier structuré, il charge au moins deux agences de notation de crédit d'effectuer, indépendamment l'une de l'autre, des notations de crédit ». Cette disposition permet non seulement de garantir au mieux la valeur d'un instrument financier structuré mais aussi de développer la concurrence à travers l'utilisation de deux agences distinctes puisque ces agences ne doivent pas appartenir au même groupe<sup>706</sup>, ne doivent pas être actionnaires ou membres de l'autre agence de notation<sup>707</sup>, ou encore ne doivent exercer ou avoir le pouvoir d'exercer un contrôle ou une influence dominante sur l'autre agence de notation<sup>708</sup>. Cette mesure fonctionne, la Commission européenne affirmant ainsi 3 ans après sa mise en œuvre que « dans l'ensemble, le nombre d'ANC qui notent des instruments financiers structurés a augmenté, ce qui indique que les émetteurs sollicitent effectivement des notations supplémentaires, non seulement auprès des grandes ANC – qui notaient déjà des instruments financiers structurés – mais également auprès de petites ANC. Cette mesure semble donc être bénéfique pour le segment de marché des instruments financiers structurés »<sup>709</sup>.

L'article 8 quinquies du règlement de 2013 démontre lui aussi la volonté de développer la concurrence. Cet article vise à inciter le recours à des agences de plus petite taille. Ainsi, le paragraphe 1 dispose que « lorsqu'un émetteur ou un tiers lié entend faire appel à au moins deux agences de notation de crédit pour la notation de crédit de la même émission ou entité, l'émetteur ou le tiers lié envisage de faire appel à au moins une agence de notation de crédit ne détenant pas une

---

<sup>706</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013*, *op. cit.*, article 8 quater, paragraphe 2, alinéa a.

<sup>707</sup> *Ibid.*, alinéa b.

<sup>708</sup> *Ibid.*, alinéa f.

<sup>709</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit*, *op. cit.*, p. 16.

part de marché totale supérieure à 10 % qui, selon l'avis de l'émetteur ou du tiers lié, serait capable de noter l'émission ou l'entité en question [...] ». S'il ne fait pas appel à une agence de notation ne détenant pas une part de marché total supérieur à 10 %, l'émetteur devra le déclarer<sup>710</sup>. « Cette nouvelle obligation pesant sur les émetteurs correspond à la règle « *Comply or explain* »<sup>711</sup>, bien connue en matière de gouvernance d'entreprise »<sup>712</sup>. Enfin, « dans le but de faciliter l'évaluation par l'émetteur ou un tiers lié au titre du paragraphe 1, l'AEMF publie chaque année sur son site internet une liste d'agences de notation de crédit enregistrées en indiquant leur part de marché totale et les catégories de notation de crédit qu'elles émettent [...] ». <sup>713</sup>. La portée de cet article est cependant relative. En effet, les émetteurs pourraient hésiter à faire appel, pour une deuxième notation, à une agence dont la réputation et l'expérience sont à démontrer. De plus, une deuxième évaluation n'est pas obligatoire pour les émetteurs dont la seule contrainte est de justifier leur choix de ne pas l'avoir fait.

Enfin, l'adoption récente, par la Commission, des normes techniques d'exécution sur la mise en correspondance des évaluations de crédit établies par les OEEC<sup>714</sup>, à la suite de l'avis technique des Autorités Européennes de Surveillance (AES), permettra enfin aux banques et aux assureurs européens de faire appel à des ANC de plus petite taille dans le cadre des dispositifs réglementaires d'adéquation des fonds propres. Cette mise en correspondance pourrait ouvrir de nouvelles perspectives en ce qui concerne le recours à des agences de notation de plus petite taille et favoriser l'élargissement du marché.

Ces mesures, prises dans le cadre de la volonté de l'Union de développer la concurrence, ont instauré un cadre propice au renforcement de la concurrence dans le secteur de la notation. Il serait d'ailleurs délicat d'avancer plus avant dans ce domaine. Effectivement, « [...] le marché de la notation de crédit est un marché singulier, qui repose sur la réputation auprès des investisseurs et des émetteurs. Compte tenu de la place importante de la réputation sur ce marché, les mesures

<sup>710</sup> *Ibid.*, article 8 quinquies, paragraphe 1.

<sup>711</sup> Institut Français des Administrateurs, <http://www.ifa-asso.com> : « Le « *comply or explain* » (« appliquer ou expliquer ») est un principe clé d'origine anglo-saxonne en matière de gouvernement d'entreprise, selon lequel les sociétés volontairement soumises à un code de gouvernance doivent en appliquer les dispositions. Cependant en vertu de ce principe elles peuvent y déroger, auquel cas elles doivent motiver leur choix de façon claire et précise ».

<sup>712</sup> COLMANT B., DE CALLATAY E., DIEUX X.,... [ et al.], *op. cit.*, p. 95.

<sup>713</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013, op. cit.*, article 8 quinquies, paragraphe 2.

<sup>714</sup> Règlement d'exécution (UE) de la Commission définissant des normes techniques d'exécution relatives à la mise en correspondance des évaluations de crédit établies par les organismes externes d'évaluation de crédit pour le risque de crédit en vertu de l'article 136, paragraphe 1, et de l'article 136, paragraphe 3, du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil; Règlement d'exécution (UE) de la Commission définissant des normes techniques d'exécution pour le classement des évaluations de crédit effectuées par les organismes externes d'évaluation du crédit selon une échelle objective d'échelons de qualité de crédit conformément à la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil et règlement d'exécution (UE) de la Commission définissant des normes techniques d'exécution pour la mise en correspondance des évaluations de crédit effectuées par les organismes externes d'évaluation du crédit en ce qui concerne la titrisation conformément au règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil.

imposant un choix d'ANC qui n'est pas celui qui aurait été fait par les émetteurs et privilégié par les investisseurs peuvent entraîner des conséquences indésirables sans même contribuer réellement à encourager les nouvelles entrées sur le marché »<sup>715</sup>.

Un autre type de mesures efficaces a été pris, le contrôle des notations souveraines.

### 3) *Des notations souveraines enfin contrôlées*

Alors que dans les règlements précédents, les notations souveraines n'étaient pas distinguées des autres types de notes, le règlement de 2013 reconnaît le fait que les notations souveraines sont d'une autre nature que celles des entreprises et des instruments financiers structurés. En effet, l'impact des notations souveraines ne se situe pas seulement au niveau des emprunts d'État du pays noté mais peut aussi se traduire par des répercussions négatives sur les marchés et pour les pays ayant d'importants liens économiques avec celui qui est noté, on parle alors « d'effet de contagion ». De plus, la dégradation de la note souveraine d'un pays déclenche souvent l'abaissement de la note d'autres instruments financiers dans ce même pays, notamment les obligations d'entreprises et d'établissements financiers. Il a été démontré par exemple que « le résultat principal des baisses de notation souveraines est qu'elles influencent non seulement les marchés financiers du pays soumis à l'annonce de notation, mais aussi les autres pays de la zone euro. Cela implique que les annonces des agences de notation pourraient stimuler l'instabilité financière »<sup>716</sup>. Ce n'est bien sûr pas l'avis des agences qui affirment que « les notations de dette souveraine n'ont rien de particulier et ne doivent pas être traitées de manière différente, notamment au risque de susciter des atteintes à la concurrence »<sup>717</sup>. Cette position n'a pas influencé l'UE qui a dans le règlement n°462/2013, et pour la première fois, donné une définition distincte de la notation souveraine. Ainsi, il est entendu que « la notation souveraine est « la notation de crédit d'une entité qui est un État ou une autorité régionale ou locale d'un État » »<sup>718</sup>. Cela démontre la perception singulière qu'en a l'UE, qui a donc décidé d'agir pour contrôler au mieux et de manière ferme ces notations. Dans cette optique, à l'article 8 du règlement, au sein paragraphe 5 est inséré un alinéa relatif aux notations souveraines obligeant les agences à réexaminer ces notations plus fréquemment. Il dispose ainsi que « les notations souveraines sont réexaminées au moins tous les six mois ». En complément, l'article 8 bis

<sup>715</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit*, op. cit., p. 18.

<sup>716</sup> AREZKI R., CANDELON B., N. R. SY A., op.cit., p. 15.

<sup>717</sup> COLMANT B., DE CALLATAY E., DIEUX X.,... [ et al.], op. cit., p. 96.

<sup>718</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013*, op. cit., article 3, point v.

propre aux notations souveraines est également inséré. Il permet un meilleur encadrement et notamment une plus grande visibilité avec des dates préfixées dans la publication des notes souveraines<sup>719</sup>.

Le règlement n°462/2013 prend également des dispositions sur la présentation des notations souveraines, une nouvelle partie III dans la section D de l'annexe I instaure de nouvelles règles. Les agences de notation devront par exemple publier un rapport de recherche complet lors de l'émission ou de la modification de notations souveraines, de manière à améliorer la transparence de ces notations et d'en faciliter la compréhension par leurs utilisateurs<sup>720</sup>. De plus, les notations souveraines ne pourront être publiées qu'après la fermeture des places boursières de l'UE et au moins une heure avant leur réouverture<sup>721</sup>. Les agences doivent également publier chaque année un calendrier fixant les dates de publication des notes des dettes souveraines. Ces dernières dispositions visent notamment à réduire les risques de perturbation des marchés lors de la publication des notations sur les dettes souveraines.

L'action de l'UE ne s'arrête cependant pas là ; elle continue à surveiller les pratiques en matière de notations souveraines. Dès décembre 2013, l'AEMF publie un rapport<sup>722</sup> dénonçant de nombreux abus lors de l'élaboration des notations souveraines par les agences. La présentation des notations souveraines par ce texte démontre les risques importants encourus, « les notations souveraines revêtent une importance cruciale pour le marché du crédit et la stabilité financière. En particulier, lorsqu'une note souveraine est modifiée, cela a toujours un important effet de cascade sur d'autres entités et produits évalués, car une note souveraine est généralement un facteur utilisé dans la détermination d'autres types d'évaluation (par exemple, les notes bancaires). De plus, un nombre important de notations souveraines ne sont pas sollicitées et, par conséquent, les agences de notation ne facturent pas de frais aux émetteurs concernés. L'effet en cascade et la nature non sollicitée de plusieurs notes souveraines doivent être soigneusement pris en considération pour évaluer les conflits d'intérêts potentiels auxquels sont confrontés les agences de notation lors de

---

<sup>719</sup> *Ibid.*, article 8 bis, paragraphe 3 : « Les agences de notation de crédit, en tenant compte de l'article 8, paragraphe 5, deuxième alinéa, publient sur leur site internet et présentent à l'AEMF, conformément à l'annexe I, section D, partie III, point 3, à la fin du mois de décembre de chaque année, un calendrier pour les douze mois suivants fixant, au maximum, trois dates pour la publication de notations souveraines non sollicitées et des perspectives de notation correspondantes, ainsi que les dates de publication des notations souveraines sollicitées et des perspectives de notation correspondantes. Ces dates sont fixées un vendredi ».

<sup>720</sup> *Ibid.*, annexe I, section D, partie III, paragraphe 1 : « Lorsqu'une agence de notation de crédit émet une notation souveraine ou des perspectives de notation correspondantes, elle fournit simultanément un rapport de recherche circonstancié expliquant tous les paramètres, hypothèses, limites et incertitudes ainsi que toute autre information dont il a été tenu compte pour établir cette notation souveraine ou ces perspectives de notation. Ce rapport est accessible au public, clair et aisément compréhensible ».

<sup>721</sup> *Ibid.*, paragraphe 3.

<sup>722</sup> AEMF, *Credit Rating Agencies, Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls, op.cit.*

l'émission de notes souveraines »<sup>723</sup>. Ce document relève par la suite de nombreux dysfonctionnements au sein des agences de notation. Ainsi, le comité d'examen participe parfois directement à l'élaboration des notes<sup>724</sup> et les contrôles sont limités ou n'existent pas en ce qui concerne les activités de recherche d'informations<sup>725</sup>. Sur ce dernier point, l'absence de contrôle peut créer un déséquilibre et inciter les analystes à passer plus de temps sur telle ou telle note souveraine en fonction de l'importance du marché auquel elle appartient. L'AEMF a aussi relevé des insuffisances dans la confidentialité des notations et de nombreuses « fuites » des notations avant qu'elles soient officiellement publiées alors que les règles européennes l'interdisent. Ainsi, « dans une agence de notation ou plus, l'AEMF a observé des cas de divulgation des notations à venir à une troisième partie non autorisée, avant la publication, et parfois, avant que le Comité de notation ait pris place »<sup>726</sup>. De plus, l'AEMF a pu observer que « une agence de notation ou plus a, jusqu'à récemment, des contrôles en place inadéquats pour la diffusion du matériel du Comité de notation et des informations sur les mesures de tarification à venir en dehors du groupe souverain »<sup>727</sup>. Concernant le moment de la publication des notes souveraines, l'AEMF a aussi constaté l'important délai entre l'adoption d'une notation et sa publication<sup>728</sup>. Les agences justifient ce délai par la nécessité de délivrer une notation correcte, ce qui demande parfois un peu plus de temps. Mais ce délai trop long entraîne des risques non seulement sur la confidentialité de la notation (risque de fuites) mais également sur le fait que les utilisateurs de notation ne connaissent pas à temps les changements de solvabilité des entités notées. Dans la réglementation européenne, les agences de notation doivent donner leur notation à l'entité notée un jour avant la publication de la note et ce afin qu'elle puisse apporter de nouvelles informations si besoin est. « Dans le cas d'une agence de notation ou plus, jusqu'au début de l'année 2012, il y avait un manque de clarté de la part des analystes souverains, y compris des membres seniors de l'équipe souveraine, au sujet de l'exigence réglementaire exacte. Cela a donné lieu à un incident dans l'application de la règle de notification et une notation a été publiée avant que l'entité souveraine ait eu suffisamment de temps pour examiner l'action de notation et ses facteurs déterminants »<sup>729</sup>. Mais ce rapport de l'AEMF fait aussi état de

---

<sup>723</sup> *Ibid.*, paragraphe 1.3, p. 4. Traduction de l'auteur.

<sup>724</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.1.2, page 8 : « [...] ESMA noted situations for one or more CRAs, where the review function is directly involved in rating activities by actively participating in all stages of the decision-making process for sovereign ratings ».

<sup>725</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.1.3, p. 9 : « However, ESMA has seen limited or even non-existent controls around research activities ».

<sup>726</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.2, p. 10. Traduction de l'auteur.

<sup>727</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.2, p. 11. Traduction de l'auteur.

<sup>728</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.3.1, p. 11, « There were instances of publication of ratings more than five days after the rating decision had been approved by the rating committee and, in at least one case even two weeks after the date of the committee ».

<sup>729</sup> *Ibid.*, paragraphe 2.3.2, p. 12. Traduction de l'auteur.

bonnes pratiques. L'autorité a ainsi constaté le développement de programmes d'entraînement destinés à la formation des employés avec parfois une formation diplômante permettant l'accès à certaines responsabilités. De plus, dans certains cas, l'AEMF a aussi relevé l'aide à la transmission des connaissances dans le cadre d'un changement de chef analyste d'une notation souveraine. L'ancien chef analyste accompagne ainsi le nouveau pendant un an afin que ce dernier cerne bien les particularités de la notation souveraine attribuée.

Pour ce qui est du recours aux agences de notation en matière d'évaluations souveraines, la Commission européenne souhaite le réduire et encourager les investisseurs à réaliser eux-mêmes leurs évaluations. Pour l'heure, la Commission affirme avoir « [...] mené des entretiens avec un certain nombre de grands investisseurs institutionnels tels que des banques, des fonds de pension et des gestionnaires d'actifs, ainsi qu'avec quelques petits gestionnaires d'actifs. Il ressort de ces entretiens que les informations les plus pertinentes employées pour évaluer la solvabilité des emprunteurs souverains sont les données sur la solidité et les performances macroéconomiques et budgétaires de ces derniers, notamment des données quantitatives, telles que l'évolution du PIB, le niveau de la dette publique et la structure de ses échéances, le déficit public, le taux de chômage et la compétitivité. Les informations qualitatives sur l'état de droit et la bonne gouvernance et sur la situation politique sont aussi considérées comme pertinentes »<sup>730</sup>. Afin d'obtenir ces données, les grands investisseurs font appel aux services de fournisseurs de données privés qui rassemblent des informations sur les dettes souveraines à partir de multiples sources publiques et privées et fournissent un flux de données automatisées. Parfois, ils sont également en contact direct avec des autorités nationales telles que le Trésor public. De manière générale, ces grands investisseurs emploient leurs propres analystes et certains effectuent eux-mêmes la notation des emprunteurs souverains. Pour ce qui est des petits investisseurs, les contraintes sont différentes. Ne possédant pas autant de ressources que les grands investisseurs, ils vont davantage avoir tendance à se reposer sur les notes des agences de notation. La Commission européenne veut donc aller plus loin. Pour cela, elle collecte, traite et publie déjà, dans le cadre de la surveillance des politiques économiques et budgétaires, des données sur la situation et les performances économiques, financières et budgétaires des États membres. Mais ce n'est pas forcément suffisant, et se pose alors la question d'une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines. Le rapport de la Commission propose ainsi une « publication par un organisme public européen d'indicateurs économiques et de rapports de recherche avec une évaluation quantitative et qualitative des

---

<sup>730</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines*, COM(2015) 515 final, 23 octobre 2016, section IV, paragraphe 1, point A) Les types d'investisseur et les informations dont ils ont besoin.

émetteurs souverains de l'UE »<sup>731</sup>. Il n'y aurait ici pas d'indicateurs uniques mais un ensemble d'informations sur la qualité de crédit des États membres de l'UE. De plus, « pour qu'une évaluation européenne soit considérée par les acteurs du marché comme une mesure crédible de la qualité de crédit, il faut qu'elle soit réalisée par un organisme crédible et réputé, qu'il s'agisse d'une entité existante ou d'un nouvel organisme »<sup>732</sup>. Cependant, en ce qui concerne les coûts de la mise en place d'un tel système, la Commission a déjà estimé qu'ils étaient disproportionnés par rapport aux avantages qu'elle apportait<sup>733</sup>. Ce système a donc peu de chances de voir le jour, d'autant plus que les investisseurs préfèrent disposer de données comparables à l'échelle mondiale et pas seulement européenne et ce genre de données est déjà fourni par les grandes institutions mondiales telles que le Fonds monétaire international ou la Banque mondiale. Une évaluation européenne n'apporterait donc que peu de valeur ajoutée. Elle serait seulement utile aux petits investisseurs qui ont du mal à analyser les données récoltées, mais cela ne semble pas être suffisant pour sa mise en œuvre.

En plus des dispositions qui permettent de prévenir efficacement les conflits d'intérêts, le règlement n°462/2013 améliore également les règles de la concurrence avec pour objectif d'aider les petites agences de notation à se développer et instaure un contrôle des notations souveraines. Cependant, l'amélioration des textes européens existants exige des mesures supplémentaires. Enfin, ce dernier règlement permet un contrôle efficace des notations souveraine en soulignant pour la première fois qu'elles sont différentes des autres notations, notamment par les conséquences qu'elles sont susceptibles d'entraîner.

## B) Quels approfondissements envisageables ?

Ce règlement, très complet en matière de contrôle des agences de notation financière, est renforcé par l'adoption de mesures concernant les communications des notations (1), avec par exemple la prise en compte des perspectives de notation. Mais pour aller plus loin, entre autres solutions, la piste menant à la création d'un réseau européen de petites agences (2) pourrait être envisagée.

---

<sup>731</sup> *Ibid.*, point A) Portée de l'évaluation.

<sup>732</sup> *Ibid.*, point B) Gouvernance d'une évaluation européenne de la qualité de crédit.

<sup>733</sup> Commission européenne, *Analyse d'impact accompagnant la proposition de règlement modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, SEC(2011) 1354, p. 34.

1) *Des règles approfondies quant aux communications des notations*

Outre la nouvelle considération des notations souveraines, ce règlement étend son champ d'application aux perspectives de notation. Ainsi, en plus des notations de crédit, les agences de notation publient des perspectives, correspondant à un avis sur l'évolution probable d'une notation de crédit. Le considérant 7 du règlement de 2013 dispose que « l'importance des perspectives de notation pour les investisseurs et les émetteurs et leurs effets sur les marchés sont comparables à l'importance et aux effets des notations de crédit. Par conséquent, toutes les exigences du règlement (CE) n°1060/2009 visant à garantir que les activités de notation sont précises, transparentes et exemptes de conflits d'intérêts devraient s'appliquer également aux perspectives de notation »<sup>734</sup>. D'autres modifications renforcent les règles relatives à la communication des méthodes de notation, « en vue de promouvoir des procédures de notation robustes et, à terme, d'améliorer la qualité des notations »<sup>735</sup>. Ainsi, plusieurs articles ont été adoptés en vue de l'élaboration de nouvelles méthodes de notation ou la modification de méthodes existantes. Ils exigent que les parties prenantes soient consultées sur les nouvelles méthodes ou les modifications envisagées, ainsi que sur leur justification. Les agences de notation sont en outre tenues de soumettre les méthodes qu'elles se proposent d'utiliser à l'AEMF, pour vérification de leur conformité aux exigences en vigueur. Aucune méthode nouvelle ne pourra être utilisée avant d'avoir été approuvée par l'AEMF. Ces articles prescrivent également la publication de toute nouvelle méthode, assortie d'une explication détaillée. Ainsi, le nouveau paragraphe 5 bis de l'article 8 dispose que « une agence de notation de crédit qui a l'intention de modifier de façon substantielle ses méthodes de notation, modèles ou principales hypothèses de notation ou d'en employer de nouveaux, susceptibles d'avoir une incidence sur une notation de crédit, publie sur son site internet les propositions de modifications substantielles ou les propositions de nouvelles méthodes de notation en invitant les parties intéressées à faire part de leurs observations dans un délai d'un mois, en les assortissant d'une explication détaillée des motifs qui justifient ces propositions de modifications substantielles ou ces propositions de nouvelles méthodes de notation, ainsi que de leurs implications ». De même, le nouveau point a bis) du paragraphe 6 du même article dispose que lorsqu'une agence modifie les méthodes de notation, modèles ou principales hypothèses de notation qu'elle utilise dans le cadre de ses activités de notation de crédit, « elle en informe immédiatement l'AEMF et publie sur son site

<sup>734</sup> A cet effet, l'article 3, l'article 6 paragraphe 1, l'article 7 paragraphe 5, l'article 8 paragraphe 2 et l'article 10 paragraphes 1 et 2 ont été modifiés mais également l'annexe I, section B, points 1, 3 et 7, section C, points 2, 3 et 7, section D, partie I, points 1, 2, 4 et 5, et section E, partie I, point 3.

<sup>735</sup> Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}*, *op. cit.*, p. 10.

internet les résultats de la consultation et les nouvelles méthodes de notation, assorties d'une explication détaillée les concernant et de leur date d'application ». Le paragraphe 7 de l'article 8 indique également que toute agence de notation sera dans l'obligation de corriger les erreurs détectées dans ses méthodes ou dans leur application, et d'informer l'AEMF, les entités notées et le public en général de ces erreurs. Enfin, le nouveau point 3 de la partie I de la section D de l'annexe I est modifié et dispose que « l'agence de notation de crédit informe l'entité notée, durant les heures ouvrées de l'entité notée et au moins un jour ouvré complet avant publication, de la notation de crédit ou des perspectives de notation qui ont été établies. Cette information précise les motifs essentiels sur lesquels se fondent la notation de crédit ou les perspectives de notation, afin que l'entité notée ait la possibilité de signaler à l'agence de notation de crédit toute erreur matérielle ». Ces mesures tendent donc vers l'amélioration des communications de notations avec notamment la prise en compte des perspectives de notation. Afin d'améliorer les règles européennes relatives aux agences, des pistes de réflexion sont à approfondir.

## *2) La poursuite de l'amélioration du contrôle européen des agences de notation financière*

Plusieurs possibilités sont envisageables pour continuer d'améliorer le contrôle européen des agences de notation financière.

S'envisage en priorité la possibilité d'une agence européenne de notation. Selon les conclusions de l'analyse d'impact accompagnant la proposition de règlement de 2011, s'il est vrai qu'un financement d'une agence de notation par de l'argent public présente certains avantages (diversification des opinions sur le marché des notations et alternative au modèle de l'émetteur payeur), les problèmes de conflit d'intérêts et de crédibilité restent néanmoins difficiles à régler, en particulier si cette agence de notation est amenée à noter des dettes souveraines. « Pour autant, ces conclusions ne devraient, en aucune manière, décourager d'autres acteurs de créer de nouvelles agences de notation. La Commission contrôlera dans quelle mesure l'entrée de nouveaux acteurs privés sur le marché des notations de crédit instille plus de diversité sur ce marché »<sup>736</sup>. Cette piste reste cependant peu probable, sa mise en œuvre ne résolvant finalement que peu de problèmes liés au marché de la notation. Le considérant 31 du règlement n°462/2013 évoque un autre projet, celui d'une plate-forme de notation européenne permettant aux investisseurs, émetteurs et autres parties intéressées d'accéder à toutes les notations de crédits disponibles et permettant également aux

---

<sup>736</sup> *Ibid.*, p. 13.

petites agences de notation d'avoir un gain de visibilité. Cette plate-forme existe déjà à travers le règlement de 2013, le paragraphe 1 de l'article 11 bis disposant que « lorsqu'elle émet une notation de crédit ou des perspectives de notation, l'agence de notation de crédit enregistrée ou certifiée communique à l'AEMF des informations sur la notation, y compris la notation de crédit et les perspectives de notation de l'instrument noté, ainsi que des informations sur le type de notation de crédit et le type d'initiative de notation et la date et l'heure de la publication », et le paragraphe 2 disposant que « l'AEMF publie sur un site internet (ci-après dénommé "plate-forme de notation européenne") les notations de crédit individuelles qui lui sont communiquées en vertu du paragraphe 1 ». Mais cette plate-forme connaît des limites et notamment l'absence de dispositions applicables aux notations de crédit ou aux perspectives de notation qui sont exclusivement établies pour le compte d'investisseurs et leur sont communiquées moyennant une commission<sup>737</sup>. Cette situation nuit à son efficacité, il serait nécessaire d'abolir cette limite. Enfin, il est nécessaire d'évoquer la possibilité de créer un réseau européen des petites agences de notation financière. Avant d'envisager des mesures supplémentaires pour renforcer la concurrence dans sa proposition de troisième règlement et d'étudier la faisabilité d'un réseau de petites agences, la Commission a mené une vaste enquête auprès des parties intéressées<sup>738</sup>. Dans un premier temps, en janvier 2013, une réunion s'est tenue en présence des membres des agences de notation de petite taille, la European Association of Credit Rating Agencies (EACRA). Le 2 juillet 2013, la Commission a organisé une table ronde regroupant les représentants de 13 agences de notation, l'EACRA, un représentant de l'AEMF et le Comité économique et social européen. A la suite de ces consultations, la Commission a proposé des mesures supplémentaires pour renforcer la concurrence.

Parmi ces mesures, la mise en place d'un réseau de petites agences de notation avec pour objectif leur plus grande compétitivité sur les marchés en facilitant leur croissance. Ce réseau peut prendre deux formes en fonction de la portée et de la nature de la coopération.

Il peut s'agir en premier lieu d'un réseau intégré qui aurait ainsi une portée large et impliquerait une coopération approfondie. Il permettrait ainsi le « développement d'une plateforme commune de données pour les informations sous-jacentes aux notations ; élaboration et utilisation de méthodes communes ; échange de connaissances spécialisées et des meilleures pratiques sur un large éventail de sujets tels que les contrôles internes, l'information des investisseurs, la communication, les méthodologies et le respect de la législation »<sup>739</sup>. Mais les inconvénients d'un réseau intégré sont assez nombreux. D'abord, les petites agences de notation ont des modèles, des objectifs, des

<sup>737</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013, op. cit.*, article 11 bis, paragraphe 3.

<sup>738</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur la possibilité de créer un réseau de petites agences de notation de crédit, {SWD(2014) 146 final}*, 5 mai 2014.

<sup>739</sup> *Ibid.*, point 2.1.

stratégies et parfois des créneaux de marché différents les uns des autres. Il est donc difficile de créer un réseau unique qui répond à l'ensemble de leurs besoins. De plus, avec un tel réseau, la possibilité de tomber dans un système anti-concurrentiel est flagrante, et il existerait toujours un doute quant au respect de l'article 101 du TFUE en ce qui concerne la portée et le type d'informations échangées entre les agences. Le prix de la mise en place d'un réseau intégré sur la base de la participation de 15 agences de notation serait de 900 000 à 1 950 000 EUR par an<sup>740</sup>. Mais, « un tel projet financé par l'UE exigerait également un suivi de la part de la Commission européenne en ce qui concerne la soumission de la demande de financement et l'exécution du projet. En outre, la Commission était également tenue d'évaluer, dans le présent rapport, les risques de conflits d'intérêts susceptibles de naître d'un soutien financier ou non financier en faveur de chaque option. Cette évaluation n'a pas été effectuée en ce qui concerne cette option en particulier, celle-ci ayant été rejetée en raison des différents obstacles relevés ainsi que des problèmes de concurrence au sujet des informations qui pourraient être échangées. Cette analyse n'a été effectuée que pour l'option privilégiée »<sup>741</sup>.

Un réseau coopératif reste donc la solution privilégiée par l'UE. L'avantage de ce type de réseau est qu'il implique une coopération plus légère, sous forme par exemple d'un forum qui permettrait la mise en place d'une structure pour des échanges et une coopération régulière. De plus, « la Commission pourrait participer aux travaux du réseau, par exemple en établissant l'ordre du jour et en présidant les réunions. Ainsi, le réseau coopératif pourrait également faciliter le dialogue réglementaire entre les petites agences de notation de crédit et la Commission européenne. Ce dialogue permettrait à la Commission de rester informée des éventuels problèmes auxquels font face les petites agences de notation de crédit, et serait utile pour l'élaboration des rapports ultérieurs que la Commission devra présenter en vertu du règlement ANC III »<sup>742</sup>. A l'issue des discussions, les petites agences de notation affirment qu'elles ne sont pas opposées à l'idée d'un réseau coopératif, mais qu'elles souhaitent surtout entretenir un dialogue réglementaire continu avec la Commission. Enfin, le coût financier de ce réseau se limiterait à l'organisation de réunions. La Commission pourrait gérer les aspects organisationnels et logistiques de ce forum.

Cependant, « la consultation des parties intéressées a montré que les représentants du secteur ne souhaitaient ni la création de quelque réseau de petites agences de notation que ce soit, ni s'investir

---

<sup>740</sup> Commission européenne, *Analyse d'impact accompagnant la proposition de règlement modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}, op. cit., annexe X.

<sup>741</sup> Commission européenne, *Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur la possibilité de créer un réseau de petites agences de notation de crédit*, {SWD(2014) 146 final}, op. cit., point 2.1.

<sup>742</sup> *Ibid.*, point 2.2.

dans la création d'un tel réseau »<sup>743</sup>. La Commission propose, en tant qu'alternative à la création d'un réseau et comme solution à court terme, la mise en place d'un simple dialogue réglementaire qui « pourrait consister en un suivi périodique de l'évolution du marché dans le secteur de la notation et permettre des échanges sur les questions réglementaires relatives au règlement ANC »<sup>744</sup>. Cependant, la Commission ne ferme pas la porte à la possibilité de mise en place d'un réseau de petites agences de notation dans ses options à moyen et long termes<sup>745</sup>.

Le règlement n°462/2013 complète donc le contrôle des agences de notation financière en instaurant des règles sur la communication des notations et en prenant également en compte les perspectives de notation, perspectives pouvant parfois influencer de manière conséquente les marchés financiers. D'autres solutions pour un meilleur contrôle sont encore à exploiter, et notamment la création d'un réseau européen des petites agences de notation financière.

Pendant longtemps, l'UE n'a pas jugé utile de prendre des mesures permettant un contrôle efficace des agences de notation, pensant que l'autorégulation était suffisante pour éviter les dérives. C'est à la suite de la crise financière de 2007/2008 que l'UE a décidé de se doter de règlements spécifiques aux agences, permettant ainsi de mieux les contrôler. Le premier règlement européen du 16 septembre 2009 instaure pour la première fois au sein de l'UE une obligation d'enregistrement pour les agences souhaitant exercer en Europe, et met en place des mesures destinées notamment à la lutte contre les conflits d'intérêts et à l'amélioration de la transparence du processus de notation. Cependant, certaines lourdeurs dans le processus d'enregistrement ou encore l'absence d'une surveillance accrue et de sanctions précises, ont contraint l'UE à se doter d'un nouveau règlement en 2011. Le règlement (UE) n°513/2011 permet une réelle avancée dans le contrôle européen des agences de notation financière. Grâce notamment à l'instauration de l'AEMF, désormais unique autorité de contrôle des agences, leur encadrement est simplifié et l'harmonisation de leurs pratiques incontestable. De plus, ce règlement impose un régime de sanctions à l'égard des agences contrevenantes. Cependant, la dépendance aux notations n'est pas évoquée, tout comme l'existence d'une responsabilité civile des agences de notation financière. C'est le dernier règlement n°462/2013 qui permet de pallier ces manques. En plus de renforcer de manière efficace les différentes dispositions déjà existantes, il satisfait à un très grand nombre d'attentes. La dépendance à l'égard

---

<sup>743</sup> *Ibid.*, point 3, page 8.

<sup>744</sup> *Ibid.*, point 3.1, page 9.

<sup>745</sup> *Ibid.*, point 3.2 : « Après avoir analysé les résultats du dialogue réglementaire et analysé les effets des mesures adoptées au titre du règlement ANC III, les services de la Commission évalueront la valeur ajoutée d'un réseau de petites agences de notation de crédit et, si cette évaluation est positive, définiront les mesures à prendre pour créer un cadre réglementaire permettant d'assurer le bon fonctionnement des réseaux ».

des notations est clairement condamnée, la notion de responsabilité civile des agences est établie pour la première fois en Europe et les notations souveraines, sources de nombreux maux pour les États, sont enfin contrôlées efficacement en les distinguant des autres types de notation.

L'arsenal législatif européen s'est donc fortement étoffé ces dernières années. « Xavier Dieux, professeur de droit à l'ULB [Université Libre de Bruxelles], parle même d'une « tendance à l'hyperrégulation des agences de notation. D'une auto-régulation à une réglementation supra-étatique contraignante, les agences de notation sont sans doute devenues les acteurs du monde financier les plus strictement contrôlés »<sup>746</sup>. Même si cette logique de contrôle peut s'opposer à la nature même de ces agences de notation, qui restent des entités privées et commerciales, elle est nécessaire au regard de l'influence des notations sur le marché européen et mondial, d'autant que l'UE n'est pas le seul système juridique à s'être doté d'une réglementation de contrôle de cette activité. Les États-Unis ont fait de même, avec certes un temps d'avance, mais avec des textes peut-être moins aboutis.

---

<sup>746</sup> COLLARD F., *op. cit.*, p. 58.

## **Chapitre II : L'évolution significative de la réglementation américaine**

Les États-Unis, pays d'origine des trois principales agences de notation mondiales, a été le tout premier système à adopter des règles de contrôle concernant l'activité des agences de notation financière avec le *Credit Rating Agency Reform Act*. C'est d'ailleurs ce texte qui va inspirer la plupart des textes réglementaires nationaux, et ce notamment grâce à la place particulière des États-Unis dans le monde (Section I). Mais malgré ce texte, ce pays connaît des règles en matière d'agences de notation qui existent depuis longtemps (Section II). Toutefois, comme l'a fait l'UE, les États-Unis se sont réformés et ont adopté un texte ambitieux, le *Dodd-Frank Act*, mettant en place un dispositif réglementaire renforcé (Section III)

### **Section I : La place particulière de l'activité de notation financière des États-Unis dans le monde**

Avant d'étudier en profondeur la réglementation américaine des agences de notation, il est important d'étudier la place qu'occupe ce pays dans le monde afin de comprendre l'impact économique des États-Unis sur le marché économique international (Paragraphe I), et donc l'influence mondiale de la position réglementaire américaine sur les agences de notation financière (Paragraphe II).

#### **Paragraphe I : L'influence mondiale de l'institutionnalisation américaine des agences de notation**

L'institutionnalisation des agences de notation financière connaît son origine aux États-Unis et s'y est développée progressivement (A). En effet, dès le début du 18<sup>ème</sup> siècle, les agences de notation vont se voir attribuer un rôle particulier par les lois américaines, et ce n'est qu'à partir de 2008 qu'un processus de déréglementation va s'amorcer. Après avoir pris naissance aux États-Unis, l'institutionnalisation des agences a connu un processus d'expansion international, notamment du fait de l'impact mondial des États-Unis sur le marché économique (B).

### A) Une position institutionnelle très développée pendant longtemps

Depuis très longtemps aux États-Unis, les agences occupent une place particulière dans le système réglementaire et ce dès la crise américaine de 1929. Les agences de notation sont déjà bien implantées dans le paysage financier américain et vont constituer une réponse du gouvernement à cette crise. Ainsi, les agences vont tout d'abord servir de références, notamment en matière de provision d'obligations. Dès 1931, l'*Office of the comptroller of the currency*<sup>747</sup> fait obligation aux banques nationales de passer une provision pour les obligations notées en dessous de BBB, le but étant d'encourager les banques à investir dans des obligations d'une qualité suffisante. En 1936, ce bureau interdit même aux banques d'investir dans des titres « spéculatifs » ; elles ne sont pas autorisées à investir dans des obligations qui ne sont pas classées comme « *investment grade* » ainsi que le précise le code des régulations fédérales<sup>748</sup>. Les manuels de notation, qui définissent la nature spéculative ou non d'un investissement, deviennent dès lors un outil de référence. Les autorités américaines de régulation financière décident donc de déléguer leur propre capacité d'évaluation de la qualité des titres de la dette aux agences de notation, et donnent ainsi aux notations force de loi. De plus, afin de se protéger de toute responsabilité pour dommage causé à des tiers, les agences de notation veillent alors à rappeler qu'elles n'émettent que des « opinions ». Ainsi, dans un prospectus de l'époque de *S&P*, il est possible de lire la clause de responsabilité suivante : « [...] tout utilisateur d'une information contenue dans ce document ne devrait pas se fonder sur une notation ou une autre opinion contenue dans le présent document pour prendre une décision d'investissement »<sup>749</sup>.

Le second processus d'institutionnalisation de la notation aux États-Unis fut mis en place à partir des années 1970 avec la faillite de la *Penn Central Transportation Company*, responsable d'une baisse de confiance des investisseurs sur le marché des créances à court terme. La réponse n'a pas varié par rapport à celle des années 1930, à savoir l'utilisation des notes comme outils de référence. La SEC a adopté en 1975 la *Uniform Net Capital Rule*, règle destinée aux courtiers en valeurs mobilières (règle 15c3-1) avec pour objectif de définir un point de repère pour les frais de capital des différents titres de créance. C'est ainsi que les agences de notation ont été institutionnalisées aux États-Unis sous le nom de NRSRO. « À compter de cette période, les références aux notations de crédit externes se sont multipliées dans le corpus réglementaire et législatif américain. La référence aux notations de crédit des « NRSRO » est utilisée non seulement pour définir les contraintes en

<sup>747</sup> L'Office of the comptroller of the currency est un bureau indépendant au sein du département du trésor américain. Il a été créé en 1863 par le National Currency Act de 1863 et sa fonction est de réguler et superviser les banques nationales et les institutions d'épargne.

<sup>748</sup> PETITJEAN M., *op. cit.*, p. 4.

<sup>749</sup> *Ibid.*, p.5. Traduction de l'auteur.

capital et les restrictions d'investissement de certaines institutions financières, mais aussi pour déterminer les obligations d'information sur les instruments financiers »<sup>750751</sup>. Bien que le terme NRSRO ait été créé dans un but précis, les notations des NRSRO ont été pendant longtemps largement utilisées comme points de repère dans la législation fédérale et étatique et dans les règles édictées par d'autres régulateurs financiers. Ainsi, par exemple, le Congrès a incorporé les NRSRO dans un large éventail de lois financières. Pour qualifier la notion de « *mortgage related security* »<sup>752</sup> dans la section 3(a)(41) du *Securities Exchange Act* faisant partie du *Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984*, le Congrès exigeait entre autres que ces titres soient classés dans une des deux catégories de notation les plus élevées par au moins une NRSRO<sup>753</sup>. Cette définition a aujourd'hui changé, la révision du *Securities Exchange Act* intervenue en 2012 indique désormais que le terme « *mortgage related security* » désigne un titre qui répond entre autres aux normes de solvabilité établies par la Commission (il s'agit de la *Securities and Exchange Commission* établie par la section 4 du titre I du *Securities Exchange Act*)<sup>754</sup>. Il n'est donc aujourd'hui plus question d'évaluation par des agences de notation. De même, en 1989, le Congrès a intégré le concept de NRSRO au *Federal Deposit Insurance Act*, disposant ainsi que les titres de créance d'entreprises ne sont pas « *investment grade* » à moins qu'ils ne soient classés dans l'une des quatre catégories les plus élevées par au moins un NRSRO. Mais contrairement au *Securities Exchange Act*, la révision de ce texte en 2012 n'a pas changé le rôle joué par les agences<sup>755</sup>. Indépendamment de ces exemples de mesures prises par le Congrès, de nombreuses lois fédérales ou étatiques utilisent également les NRSRO comme outil réglementaire. Ainsi, le Ministère de l'éducation américain utilise les notations des NRSRO pour établir des normes de responsabilité financière imposées aux institutions souhaitant participer à des programmes d'aide financière aux

<sup>750</sup> Ainsi, à titre d'exemple, on peut citer :

- l'adoption en 1982 par la SEC d'une procédure d'enregistrement simplifiée pour les obligations notées au minimum BBB par une agence « NRSRO » ;
- la règle 2a-7 de l'Investment Company Act, adoptée en 1991, qui limite les investissements à court terme des fonds monétaires dans des instruments bénéficiant d'une notation supérieure à A1 octroyée par un NRSRO ;
- la règle 3a-7 de l'Investment Company Act, adoptée en 1992, qui accorde une exemption d'enregistrement pour les produits titrisés « Asset Backed Securities » (ABS) bénéficiant d'une notation supérieure à BBB.

<sup>751</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 69.

<sup>752</sup> En français, un titre adossé à des créances hypothécaires.

<sup>753</sup> Congrès américain, *Securities Exchange Act of 1934*, *op.cit.*, section 3(a)(41) : « *The term 'mortgage related security' means a security that is rated in one of the highest rating categories by at least one nationally recognized statistical rating organization, [...]* ».

<sup>754</sup> Congrès américain, *Securities Exchange Act of 1934 as amended through P.L. 112-158*, 10 août 2012, section 3(a)(41) : « *The term "mortgage related security" means a security that meets standards of credit-worthiness as established by the Commission [...]* ».

<sup>755</sup> Congrès américain, *Federal deposit insurance act as amended through P.L. 112-215*, 20 décembre 2012, section 28(d)(4)(A) : « *Any corporate debt security is not of "investment grade" unless that security, when acquired by the savings association or subsidiary, was rated in one of the 4 highest rating categories by at least one nationally recognized statistical rating organization* ».

étudiants en vertu du titre IV du *Higher Education Act* de 1965.

L'utilisation des notations de crédit externes s'est donc développée dans les textes réglementaires américains, la référence aux notations de crédit des NRSRO étant utilisée non seulement pour définir les contraintes en capital et les restrictions d'investissement de certaines institutions financières, mais aussi pour déterminer les obligations d'informations sur les instruments financiers. Ce dispositif, faisant des agences une référence réglementaire, a pris une telle ampleur aux États-Unis que toute tentative de recensement exhaustif a été rendue difficile. « En recherchant le nombre d'occurrences du terme « NRSRO » dans les bases de données Lexis-Nexis, le professeur Frank Partnoy, de l'Université de droit de San Diego, aurait relevé en 1999 plus de 1 000 références dans la réglementation relative aux marchés des titres financiers et près de 400 pour les banques »<sup>756</sup>.

Un virage a commencé à s'opérer en 2008, année durant laquelle la Commission de l'Exchange Act a proposé un certain nombre d'amendements destinés à supprimer les références faites aux agences<sup>757</sup>.

En 2011, seul le *Securities Exchange Act* est modifié<sup>758</sup>, et ce n'est qu'à partir de 2013 que la suppression des références aux NRSRO prend de l'ampleur. En effet, en plus de mesures touchant le *Securities exchange Act*<sup>759</sup>, des mesures relatives à l'*Investment Company Act* sont également adoptées. Ainsi, la Commission a approuvé les modifications d'une règle et de trois formulaires en vertu de l'*Investment Company Act* et du *Securities exchange Act* afin de mettre en œuvre l'article 939A du *Dodd-Frank Act*. Plus précisément, la règle 5b-3 de l'*Investment Company Act* a été amendée et a supprimé une référence aux notations requise pour les titres garantissant une convention de rachat lorsqu'une société d'investissement traitait la convention de rachat en tant qu'acquisition de titres collatéraux à certaines fins. La modification a remplacé la référence aux notations par une norme alternative conçue pour conserver un degré de qualité de crédit similaire<sup>760</sup>.

<sup>756</sup> *Ibid.*, p. 69-70.

<sup>757</sup> U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, septembre 2009, p. 5 : « On July 1, 2008, the Commission proposed amendments to existing Commission rules that rely on credit ratings. The proposed amendments, in many cases, would remove or revise such references ».

<sup>758</sup> U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2012, p. 3 : « Removal of Certain References to Credit Ratings Under the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No. 64352 (Apr. 27, 2011), 76 FR 26550 (May 6, 2011) » ;

U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2013, p. 5 : « Removal of Certain References to Credit Ratings Under the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No. 34-64352 (Apr. 27, 2011), 76 FR 26550 (May 6, 2011) ».

<sup>759</sup> U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2014, p. 5 : « Exchange Act Release No. 34-71194 (Dec. 27, 2013), 79 FR 1521 (Jan. 8, 2014). The Commission adopted amendments that remove references to credit ratings in certain rules and a form13 under the Exchange Act relating to brokerdealer financial responsibility and confirmations of securities transactions ».

<sup>760</sup> *Ibid.*, « Specifically, the amendment to Rule 5b-3 under the Investment Company Act removed a reference to a particular credit rating required for securities collateralizing a repurchase agreement when an investment company treats the repurchase agreement as an acquisition of the collateral securities for certain purposes under the Investment Company Act ».

Cette tendance va se confirmer au fil des années, avec toujours de plus en plus de textes amendés dans le but de diminuer les références réglementaires aux agences de notation aux États-Unis.

Même si la tendance s'oriente donc vers une déréglementation de l'usage des notations, il ne faut pas minimiser le rôle réglementaire qu'ont tenu pendant longtemps les agences aux États-Unis. Cette institutionnalisation n'est d'ailleurs pas anodine puisque les agences américaines et, plus généralement, l'économie américaine influencent fortement le marché-mondial.

### B) L'impact sur le système économique mondial de l'institutionnalisation des agences aux États-Unis

Même si l'institutionnalisation des agences aux États-Unis semble à priori ne concerner que ce pays, la réalité est différente et plus complexe. En effet, la mondialisation, financière notamment, a favorisé l'influence sur l'économie mondiale des agences et des diverses réglementations américaines.

Il est important dans un premier temps de rappeler le rôle des États-Unis au sein de l'économie mondiale. Avec la troisième population mondiale et un PIB s'élevant à 18 000 milliards de dollars en 2016, les États-Unis constituent la plus grande économie au monde, du moins aux taux de change du marché. Ils contribuent à plus de 25 % du PIB mondial, à environ 22% de la production mondiale et représentent environ un tiers de la capitalisation boursière. Depuis les années quatre-vingt, la part des États-Unis dans la production et le commerce est restée assez stable, alors que la tendance est à la diminution dans les autres pays développés. Ils sont en outre les plus grands créancier et débiteur mondial et détiennent le plus important stock d'actifs et de passifs à l'étranger<sup>761</sup>.

Le poids de l'économie américaine à l'échelle mondiale, conjugué au fait que « les marchés américains sont hautement intégrés au sein du marché mondial »,<sup>762</sup>, permettent à ce pays d'étendre ses visions économiques au reste du monde. Ainsi, Timothy J. Sinclair de l'Université de Warwick affirme que « jusqu'au milieu des années 90, la plupart des entreprises européennes et asiatiques dépendaient uniquement de leur réputation sur le marché pour obtenir du financement. Mais cela a changé lorsque la pression de la mondialisation a conduit au désir d'exploiter les possibilités profondes des marchés financiers américains et lorsqu'elles ont connu un plus grand appétit pour des rendements plus élevés et donc des risques plus élevés. Dans ces circonstances, le caractère

<sup>761</sup> KOSE M.A., LAKATOS C., OHNSORGE F., STOCKER M., *The Global Role of the U.S. Economy*, World bank group, Policy Research Working Paper 7962, février 2017, p. 2.

<sup>762</sup> *Ibid.*, p. 5. « the U.S. financial markets are highly integrated with global markets ».

informel des réseaux de “vieux garçons traditionnels” n'est plus défendable pour les actionnaires ou pertinent pour les fonds de pension à l'autre bout du monde. Le résultat est qu'une approche essentiellement américaine de l'organisation du marché et du jugement est devenue la norme mondiale dans le monde développé, et de plus en plus, dans les marchés émergents »<sup>763</sup>. Il est dès lors facile d'expliquer la suprématie sur le reste du monde des règles américaines en matière d'agences de notation. Aussi, Timothy J. Sinclair ajoute que « les produits des agences de notation constituent une part importante de l'infrastructure des marchés de capitaux. Ce sont des repères clés, qui constituent la base des décisions ultérieures des participants. En ce sens, les agences de notation sont importantes non pas tant pour une notation particulière qu'elles produisent, mais pour le fait qu'elles font partie de l'organisation interne du marché lui-même »<sup>764</sup>. En raison de l'importance des agences sur les marchés financiers et de la domination du marché américain sur l'économie mondiale, l'approche américaine en matière de finance est devenue la véritable norme globale partagée par de nombreux acteurs au niveau international. Dieter Kerwer de l'Université d'Antwerp en Belgique abonde en ce sens, avançant que l'imposante taille du marché américain des capitaux a contribué à renforcer la place centrale des agences puisque aucun emprunteur d'importance ne peut ignorer les lois américaines qui obligent (ou obligeaient) le recours aux notations<sup>765</sup>.

Outre le poids des agences et du marché financier américains au sein de la finance internationale, la libre circulation des capitaux a également permis la diffusion mondiale de l'influence des agences de notation américaines. En effet, la libre circulation des capitaux a facilité l'extension du recours aux notations produites par les agences. Les notations attribuées par *S&P*, *Moody's* et *Fitch* permettent d'informer les investisseurs internationaux des risques associés à des produits financiers dont ils ne sont pas nécessairement familiers. À la lumière d'entrevues avec des cadres supérieurs provenant du milieu des affaires, l'anthropologue Alexandra Ourousoff affirme que cette dépendance des investisseurs étrangers aux agences de notation pousse les entreprises cotées en bourse à demander des notes de crédit afin d'envoyer des signaux à ces investisseurs et ainsi attirer du capital<sup>766</sup>.

Enfin, il est important de souligner que la présence de nombreuses filiales du *Big Three* à l'étranger reflète le rayonnement international de ces trois agences et contribue dans le même temps à étendre

---

<sup>763</sup> SINCLAIR T. J., « Credit rating agencies and the global financial crisis », *Economic Sociology the European Electronic Newsletter*, Vol.12 (No.1), novembre 2010, p. 4. Traduction de l'auteur.

<sup>764</sup> *Ibid.*, p. 5. Traduction de l'auteur.

<sup>765</sup> KERWER D., « Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies », *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, Vol. 18, No. 3, juillet 2005, p. 464 : « *The regulatory use of credit ratings in the U.S. has repercussions elsewhere. Because the U.S. capital market is the most important in the world, no important borrower can ignore this regulatory setup* ».

<sup>766</sup> OUROUSSOFF A., *A : une anthropologue dans les agences de notation*, Belin, janvier 2013, p. 19.

leur influence à l'extérieur des États-Unis. Cette influence est d'autant plus grande que *Moody's*, *S&P* et *Fitch* achètent parfois des parts dans des firmes de notation étrangères et/ou concluent des partenariats de coopération avec celles-ci, étendant ainsi leur influence.

Aux États-Unis, les agences de notation ont pendant longtemps servi de référence réglementaire. Ainsi, elles ont fait partie intégrante de nombreuses législations et cette position n'a fait que s'accroître jusqu'à la crise financière. En effet, c'est à cette date que le législateur américain a décidé de changer radicalement l'utilisation faite des agences avec pour objectif une déréglementation de leur usage. A la lumière de cet usage américain des agences, il est plus facile de comprendre le processus international d'utilisation des agences puisqu'il suit la même courbe. Une courbe ascendante pour les agences avant la crise avec de nombreuses utilisations réglementaires, et une courbe descendante après la crise avec une volonté de se « désintoxiquer » des agences. Il est possible de constater ici toute l'influence américaine. Cependant, cette influence connaît parfois des limites et certains problèmes ne sont propres qu'aux États-Unis.

## **Paragraphe II : Des conditions propres aux États-Unis**

Les États-Unis connaissent des situations qui leur sont propres. L'impact des décisions de notation sur le marché financier américain y est majoritairement plus important qu'ailleurs (A), et la pratique des transactions occupe une place particulière (B). Très rares sont les procès à l'encontre des agences de notation allant à leur terme, des accords étant conclus durant la procédure.

### **A) L'impact important des agences de notation sur le marché financier américain**

L'impact sur le marché financier américain des décisions des agences ne peut nullement être comparé à celui des autres marchés mondiaux. En effet, si les mesures prises présentent dans certaines situations des similitudes, les décisions des agences impactent toutefois plus profondément le marché américain que le marché européen, par exemple. Afin de mieux comprendre cette différence, une étude plus approfondie exige de comparer les impacts sur les cours boursiers des décisions des agences de notation. Dans ce but, le choix s'est porté sur les décisions de *S&P*, décisions illustrant parfaitement l'impact des trois grandes agences internationales. Même si cette

étude n'est pas récente, elle paraît aujourd'hui comme la plus sérieuse ayant été menée.

Tableau n°18 : Europe : impact sur les cours boursiers des décisions de *S&P* (1990-2004)<sup>767</sup>

| <b>Downgrade</b> | <b>[-90:-1]</b> | <b>[-30:-1]</b> | <b>[-1:1]</b> | <b>[-10:+10]</b> | <b>[1:30]</b> | <b>[1:90]</b> | <b>Watch négatif</b> | <b>[-90:-1]</b> | <b>[-30:-1]</b> | <b>[-1:1]</b> | <b>[-10:+10]</b> | <b>[1:30]</b> | <b>[1:90]</b> |
|------------------|-----------------|-----------------|---------------|------------------|---------------|---------------|----------------------|-----------------|-----------------|---------------|------------------|---------------|---------------|
| n                | 187             | 187             | 187           | 187              | 187           | 187           | n                    | 107             | 107             | 107           | 107              | 107           | 107           |
| Moyenne          | -4,810          | -2,097          | -4,869        | -3,129           | 1,086         | 11,588        | Moyenne              | -7,348          | -5,143          | -5,645        | -7,224           | -1,396        | 3,226         |
| Médiane          | -1,176          | 0,552           | -0,213        | 1,582            | 2,470         | 7,037         | Médiane              | -5,223          | -2,916          | -1,907        | -1,284           | -0,273        | 6,504         |
| Écart type       | 5,898           | 6,163           | 11,329        | 6,638            | 5,572         | 5,183         | Écart type           | 2,792           | 3,684           | 9,521         | 5,480            | 3,700         | 3,328         |
| Skewness         | -0,39           | -2,31           | -3,83         | -2,61            | -2,60         | 0,13          | Skewness             | -0,46           | -0,34           | -3,19         | -2,31            | -3,85         | -1,35         |
| <i>p-value</i>   | <b>0,03</b>     | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | 0,47          | <i>p-value</i>       | <b>0,06</b>     | 0,17            | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>   |
| Kurtosis         | 12,92           | 15,88           | 20,49         | 15,94            | 24,73         | 12,46         | Kurtosis             | 3,36            | 5,04            | 18,16         | 12,27            | 29,15         | 12,97         |
| <i>p-value</i>   | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>   | <i>p-value</i>       | 0,62            | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>   |
| Jarque-Béra      | 771,81          | 1459,01         | 2840,52       | 1517,86          | 3888,20       | 698,52        | Jarque-Béra          | 4,31            | 20,59           | 1206,26       | 478,59           | 3313,28       | 475,56        |
| <i>p-value</i>   | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>   | <i>p-value</i>       | 0,12            | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>   |
| T-stat           | -1,1755         | -0,8496         | -3,3932       | -1,4067          | 0,4866        | 3,2228        | T-stat               | -2,8699         | -2,6365         | -3,5407       | -2,9754          | -0,7126       | 1,0570        |
| <i>p-value</i>   | 0,23            | 0,40            | <b>0,01</b>   | 0,17             | 0,63          | <b>0,00</b>   | <i>p-value</i>       | <b>0,01</b>     | <b>0,01</b>     | <b>0,01</b>   | <b>0,01</b>      | 0,49          | 0,30          |
| Signe            | -1,2432         | 0,6581          | -0,6581       | 0,8044           | 1,8282        | 3,1445        | Signe                | -2,4168         | -2,2235         | -2,4168       | -1,4501          | -0,2900       | 1,8368        |
| <i>p-value</i>   | 0,18            | 0,47            | 0,46          | 0,40             | <b>0,06</b>   | <b>0,00</b>   | <i>p-value</i>       | <b>0,01</b>     | <b>0,02</b>     | <b>0,01</b>   | 0,11             | 0,70          | <b>0,05</b>   |
| Wilcoxon         | -1,2251         | 0,5856          | -1,5422       | 0,4763           | 2,1251        | 3,9965        | Wilcoxon             | -2,3901         | -2,7848         | -3,3349       | -2,5890          | 0,0870        | 1,6441        |
| <i>p-value</i>   | 0,30            | 0,56            | 0,29          | 0,76             | <b>0,04</b>   | <b>0,00</b>   | <i>p-value</i>       | <b>0,02</b>     | <b>0,03</b>     | <b>0,01</b>   | 0,19             | 0,93          | 0,24          |
| <b>Upgrade</b>   | <b>[-90:-1]</b> | <b>[-30:-1]</b> | <b>[-1:1]</b> | <b>[-10:+10]</b> | <b>[1:30]</b> | <b>[1:90]</b> | <b>Watch positif</b> | <b>[-90:-1]</b> | <b>[-30:-1]</b> | <b>[-1:1]</b> | <b>[-10:+10]</b> | <b>[1:30]</b> | <b>[1:90]</b> |
| n                | 75              | 75              | 75            | 75               | 75            | 75            | n                    | 27              | 27              | 27            | 27               | 27            | 27            |
| Moyenne          | 4,240           | 4,888           | -0,528        | 1,514            | -0,340        | -1,561        | Moyenne              | 2,918           | -0,203          | 5,782         | 6,159            | -0,098        | -6,210        |
| Médiane          | 1,234           | 0,800           | -0,412        | 1,518            | 0,169         | 0,478         | Médiane              | 4,009           | -1,847          | -0,639        | 4,540            | -2,561        | -6,578        |
| Écart type       | 4,697           | 4,193           | 2,755         | 3,091            | 2,470         | 4,070         | Écart type           | 3,457           | 3,265           | 7,918         | 3,946            | 2,455         | 4,615         |
| Skewness         | 3,49            | 3,83            | 0,47          | 2,46             | 1,67          | -0,60         | Skewness             | 0,63            | 0,74            | 1,54          | 0,83             | 0,58          | -2,98         |
| <i>p-value</i>   | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>     | 0,11          | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | <b>0,04</b>   | <i>p-value</i>       | 0,23            | 0,16            | <b>0,00</b>   | 0,12             | 0,27          | <b>0,00</b>   |
| Kurtosis         | 28,28           | 24,26           | 8,43          | 16,75            | 11,19         | 11,00         | Kurtosis             | 5,32            | 3,40            | 4,97          | 3,49             | 2,86          | 14,67         |
| <i>p-value</i>   | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>   | <i>p-value</i>       | <b>0,09</b>     | 0,94            | 0,18          | 1,00             | 0,57          | <b>0,00</b>   |
| Jarque-Béra      | 2149,87         | 1595,10         | 94,76         | 666,42           | 244,53        | 204,76        | Jarque-Béra          | 7,87            | 2,67            | 14,99         | 3,34             | 1,54          | 193,28        |
| <i>p-value</i>   | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>     | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>      | <b>0,00</b>   | <b>0,00</b>   | <i>p-value</i>       | <b>0,02</b>     | 0,26            | <b>0,00</b>   | 0,19             | 0,46          | <b>0,00</b>   |
| T-stat           | 0,8241          | 1,8430          | -0,9582       | 0,9258           | -0,2175       | -0,3501       | T-stat               | 0,4623          | -0,0588         | 2,1907        | 1,7697           | -0,0379       | -0,7370       |
| <i>p-value</i>   | 0,43            | 0,11            | 0,35          | 0,39             | 0,83          | 0,74          | <i>p-value</i>       | 0,65            | 0,96            | <b>0,05</b>   | <b>0,09</b>      | 0,97          | 0,50          |
| Signe            | 0,5774          | 0,5774          | -0,1155       | 1,7321           | 0,1155        | 0,1155        | Signe                | 1,3472          | -0,1925         | -0,5774       | 0,1925           | -0,5774       | -0,1925       |
| <i>p-value</i>   | 0,49            | 0,49            | 0,82          | <b>0,07</b>      | 0,82          | 0,81          | <i>p-value</i>       | 0,12            | 0,70            | 0,45          | 0,71             | 0,46          | 0,70          |
| Wilcoxon         | 0,5175          | 1,2462          | -1,2040       | 1,0720           | -0,6337       | -0,5914       | Wilcoxon             | 0,4805          | -0,4084         | 0,8889        | 1,3934           | -0,3123       | -0,4324       |
| <i>p-value</i>   | 0,60            | 0,31            | 0,23          | 0,40             | 0,63          | 0,65          | <i>p-value</i>       | 0,63            | 0,69            | 0,69          | 0,16             | 0,78          | 0,75          |

<sup>767</sup> IANKOVA E., POCHON F., TEÏÏETCHE J., *op. cit.*, p. 12.

Tableau n°19 : États-Unis : impact sur les cours boursiers des décisions de S&P (1990-2004)<sup>768</sup>

| Downgrade   | [-90:-1]    | [-30:-1]    | [-1:1]      | [-10:+10]   | [1:30]      | [1:90]      | Watch négatif | [-90:-1]    | [-30:-1]    | [-1:1]      | [-10:+10]   | [1:30]      | [1:90]      |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| n           | 2065        | 2065        | 2065        | 2065        | 2065        | 2065        | n             | 1134        | 1134        | 1134        | 1134        | 1134        | 1134        |
| Moyenne     | -18,352     | -11,078     | -7,543      | -15,119     | -4,337      | -3,784      | Moyenne       | -9,873      | -5,905      | -4,316      | -7,555      | -2,145      | -1,339      |
| Médiane     | -8,693      | -2,681      | -1,400      | -2,976      | 1,198       | 3,954       | Médiane       | -5,590      | -2,801      | -1,674      | -2,778      | 0,059       | 2,039       |
| Écart type  | 6,468       | 7,421       | 14,741      | 10,519      | 8,456       | 7,851       | Écart type    | 4,058       | 4,464       | 9,158       | 5,735       | 4,682       | 5,010       |
| Skewness    | -1,48       | -2,43       | -4,21       | -3,43       | -2,85       | -1,86       | Skewness      | -0,95       | -1,46       | -2,29       | -2,08       | -2,86       | -2,27       |
| p-value     | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| Kurtosis    | 8,39        | 13,64       | 27,50       | 21,42       | 20,57       | 12,57       | Kurtosis      | 7,71        | 8,81        | 15,05       | 12,59       | 35,83       | 23,71       |
| p-value     | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| Jarque-Béra | 3254,38     | 11777,65    | 57747,57    | 33235,13    | 29366,62    | 9059,93     | Jarque-Béra   | 1217,06     | 1997,00     | 7849,34     | 5162,39     | 52462,60    | 21229,14    |
| p-value     | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| T-stat      | -13,5913    | -12,3853    | -13,4261    | -14,2530    | -4,2554     | -2,3090     | T-stat        | -8,6359     | -8,1321     | -9,1636     | -9,6814     | -2,8170     | -0,9484     |
| p-value     | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | 0,02        | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | 0,33        |
| Signe       | -8,6923     | -6,2717     | -10,4528    | -7,8561     | 3,3229      | 4,5112      | Signe         | -6,3549     | -5,5234     | -6,5924     | -5,8204     | 0,1782      | 2,7320      |
| p-value     | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | 0,84        | <b>0,01</b> |
| Wilcoxon    | -12,1059    | -9,5272     | -13,6884    | -12,0456    | 1,5490      | 3,4356      | Wilcoxon      | -7,7907     | -7,0182     | -9,0096     | -8,2326     | -0,9580     | 1,6096      |
| p-value     | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | 0,31        | <b>0,01</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | 0,57        | 0,20        |
| Upgrade     | [-90:-1]    | [-30:-1]    | [-1:1]      | [-10:+10]   | [1:30]      | [1:90]      | Watch positif | [-90:-1]    | [-30:-1]    | [-1:1]      | [-10:+10]   | [1:30]      | [1:90]      |
| n           | 1063        | 1063        | 1063        | 1063        | 1063        | 1063        | n             | 414         | 414         | 414         | 414         | 414         | 414         |
| Moyenne     | 0,604       | -0,019      | 0,333       | -0,196      | -1,126      | -5,902      | Moyenne       | 7,503       | 5,087       | 5,932       | 6,993       | -0,301      | -2,371      |
| Médiane     | 0,338       | -0,058      | 0,085       | -0,227      | -0,888      | -4,633      | Médiane       | 6,917       | 3,672       | 2,519       | 5,513       | -0,115      | -2,210      |
| Écart type  | 3,221       | 2,852       | 3,256       | 2,945       | 2,916       | 3,159       | Écart type    | 4,086       | 4,149       | 7,767       | 4,619       | 2,727       | 3,196       |
| Skewness    | -0,10       | -0,25       | 4,50        | -0,14       | 3,33        | -0,72       | Skewness      | 2,00        | 1,18        | 1,31        | -0,24       | -0,08       | 0,50        |
| p-value     | 0,18        | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,07</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,05</b> | 0,50        | <b>0,00</b> |
| Kurtosis    | 11,19       | 16,85       | 67,08       | 18,94       | 62,60       | 11,68       | Kurtosis      | 23,49       | 24,44       | 6,52        | 10,19       | 6,40        | 9,29        |
| p-value     | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| Jarque-Béra | 2974,31     | 8504,52     | 185482,92   | 11255,95    | 159321,01   | 3432,03     | Jarque-Béra   | 7515,87     | 8021,68     | 331,33      | 896,18      | 200,18      | 700,72      |
| p-value     | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| T-stat      | 0,6448      | -0,0400     | 1,9261      | -0,4727     | -2,2994     | -6,4203     | T-stat        | 3,9382      | 4,5551      | 8,9727      | 6,7214      | -0,4099     | -1,5916     |
| p-value     | 0,52        | 0,97        | <b>0,06</b> | 0,65        | <b>0,02</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | 0,68        | 0,11        |
| Signe       | 0,4601      | -0,1534     | 0,7054      | -0,6441     | -2,4844     | -6,3490     | Signe         | 3,2437      | 4,4233      | 6,8806      | 5,5045      | -0,0983     | -1,8676     |
| p-value     | 0,63        | 0,85        | 0,46        | 0,50        | 0,02        | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | 0,00        | 0,88        | <b>0,05</b> |
| Wilcoxon    | 0,7920      | 0,1093      | 0,9578      | -0,9038     | -3,0560     | -7,4752     | Wilcoxon      | 4,5563      | 5,4540      | 8,1903      | 7,3903      | -0,0306     | -1,9443     |
| p-value     | 0,46        | 0,92        | 0,36        | 0,38        | <b>0,01</b> | <b>0,00</b> | p-value       | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | 0,98        | <b>0,05</b> |

Au sujet, dans un premier temps, des mises sous surveillance, il est possible de constater qu'une mise sous surveillance négative produit des effets relativement similaires selon les périodes. En effet, les valeurs moyennes sont quasiment les mêmes excepté dans une période comprise entre 1 et 90 jours après l'annonce de la mise sous surveillance négative, période durant laquelle les cours boursiers remontent en Europe (+3,226) alors qu'ils continuent de baisser aux États-Unis (-1,339). Pour ce qui est des mises sous surveillance positive, les chiffres de la valeur moyenne suivent la même tendance sur les deux continents.

L'importance de l'impact des agences de notation sur le marché financier américain se fait ressentir principalement lors d'une annonce effective d'un abaissement ou d'un rehaussement de notes. Ainsi, en Europe l'effet des abaissements de notation sur les 90 jours précédant l'événement s'élève à -

<sup>768</sup> *Ibid.*, p. 15.

4,810% alors que sur la même période aux États-Unis, il est de -18,352%. De même, dans une période de 90 jours suivant l'abaissement effectif de notes par *S&P* en Europe, l'impact boursier est positif de 11,588% alors qu'il est en moyenne négatif de 3,783% aux États-Unis. De même, l'effet des rehaussements de notation en cumulé sur les 181 jours autour de l'événement s'élève à -5,298% aux États-Unis, alors qu'il est positif de 2,679% en Europe.

Il est donc possible de conclure, à la lecture de ces chiffres, que les décisions prises par *S&P* ont un impact beaucoup plus important sur le marché boursier américain que sur le marché boursier européen. Lors de rehaussements de notation, la différence est d'environ 7,4% , elle est de 13,5% lors d'abaissements de notation.

Mais l'impact, et donc les conséquences plus importantes, des décisions de notation n'engendre pas plus de condamnation qu'ailleurs. Cette situation s'explique notamment par la pratique des transactions.

### B) L'importance de la pratique des transactions

Aux États-Unis, la pratique des transactions pour éviter les procès est très répandue, « en pratique, peu de personnes ont recours à la panoplie complète des services judiciaires. La plupart des affaires se règlent en effet avant d'en arriver au procès »<sup>769</sup>. Les conflits relatifs aux agences de notation ne font pas exception et la plupart des poursuites trouvent leur aboutissement dans des transactions qui ne donnent pas lieu à un procès. L'une des premières affaires fut l'affaire *Orange County* contre *S&P* en 1999. Le comté d'Orange, l'un des plus riches comtés des États-Unis, après une débâcle financière, avait décidé d'engager des poursuites à l'encontre des différents conseillers financiers qui l'entouraient à cette époque, et parmi eux l'agence de notation financière *S&P*. Un tribunal avait accepté d'examiner l'affaire pour des émissions de notation intervenues en 1994. Cette acceptation de recevoir l'affaire démontrait que la protection accordée par le premier amendement pouvait ne pas être absolue. Cependant aucune confirmation n'a été apportée puisqu'un compromis a été trouvé, l'agence de notation ayant versé 140 000 dollars au Comté d'Orange qui a alors abandonné toute poursuite.

Indépendamment de cette affaire, *S&P* a néanmoins subi des sanctions. L'agence a été en effet sanctionnée le 21 janvier 2015 par la SEC et la justice américaine. Elle était accusée de laxisme sur ses critères de notation concernant les obligations adossées à des prêts hypothécaires dans le but d'augmenter ses parts de marché. Cependant, cette sanction n'a pas été prononcée par un tribunal

---

<sup>769</sup> Bureau international de l'information Département d'État des États-Unis d'Amérique, *Esquisse du système judiciaire américain*, 2004, p. 127.

puisqu'elle fait suite à un accord de *S&P* avec les autorités américaines stipulant le versement de 77 millions de dollars de pénalité et, plus inédit encore, l'interdiction de noter les titres de dette concernant l'immobilier commercial aux États-Unis pendant une durée d'un an. « Les investisseurs comptent sur les agences de notation de crédit comme S & P pour coter de la façon la plus juste les valeurs mobilières comme les titres adossés à des créances hypothécaires de type commercial, a expliqué Andrew Ceresney, l'un des responsables de la SEC. Mais *S&P* a placé ses propres intérêts financiers au-dessus de celui des investisseurs en relâchant ses critères de notation dans le but d'obtenir des contrats et en cachant ces modifications aux investisseurs »<sup>770</sup>. Dans un communiqué, *S&P* se dit d'ailleurs « heureux » d'avoir tourné la page avec ce contentieux, tout en soulignant qu'il « prend très au sérieux le respect des obligations réglementaires et continue d'investir dans du personnel et de la technologie pour renforcer ses contrôles et la gestion des risques »<sup>771</sup>.

Cependant, *S&P* n'en avait pas fini avec les poursuites, et la procédure civile du Ministère américain de la Justice à son encontre en est l'illustration. Le 5 février 2013, le Ministère américain de la Justice a annoncé qu'il avait introduit une procédure civile à l'encontre de *S&P*. Soutenu par dix-neuf États américains et le District of Columbia, l'objectif de ce procès pour le Ministère de la Justice était de récupérer près de cinq milliards de dollars pour les redistribuer aux investisseurs pénalisés par les notes trop généreuses accordées par l'agence de notation. Débutée en novembre 2009, l'enquête du Ministère de la Justice américain a été confortée par les travaux de la *Financial Crisis Inquiry Commission*, connus en 2011 et très critiques envers les agences de notation. Le 3 février 2015, pour éviter les risques d'un procès public devant s'ouvrir en septembre de la même année, *S&P* s'est acquitté d'une pénalité de 1,375 milliards de dollars dont la moitié a été versée au Ministère de la Justice et l'autre moitié aux États qui s'étaient joints à l'action du gouvernement américain. Malgré cet accord, *S&P* n'a pas reconnu sa mauvaise conduite affirmant : « *S&P* n'admettra pas d'avoir mal agité dans le cadre du règlement [...] mais acceptera de faire une déclaration précisant ses actions »<sup>772</sup>.

L'un des derniers accords en date concerne l'agence *Moody's*. 21 États américains ainsi que le Ministère de la justice accusaient l'agence d'avoir surévalué la note de titres appuyés sur des créances immobilières risquées. L'agence de notation *Moody's* a accepté de s'acquitter d'un montant de 864 millions de dollars (437,5 millions de dollars destinés au Département américain de la Justice et 426,3 millions aux 21 États) pour mettre fin à ce litige et solder les poursuites. Contrairement à *S&P*, *Moody's* a cependant reconnu ne pas avoir suivi ses normes en matière de

<sup>770</sup> LAUER S., « Standard & Poor's sanctionnée six ans après le début de la crise financière », *Le Monde*, 21 janvier 2015.

<sup>771</sup> *Ibid.*

<sup>772</sup> Traduction de l'auteur.

notation, en octroyant des notes à des sociétés de crédit immobilier. De plus, par cet accord, *Moody's* s'engage à entreprendre des réformes rendant ses notations plus objectives. Elle a aussi décidé de séparer les fonctions de notations pour les entreprises commerciales et les sociétés de crédit<sup>773</sup>.

L'affaire *Parmalat*, pour laquelle *S&P* a été condamnée, reste donc pour l'instant unique mais le montant des dommages et intérêts demeure symbolique au regard du coût de la faillite de l'entreprise. La mise en place d'un régime de responsabilité des agences de notation à travers la jurisprudence est donc très difficile aux États-Unis puisque, malgré de potentielles avancées, la pratique américaine des transactions crée un blocage.

Au vu de l'importance de l'impact des États-Unis sur le marché économique mondial, il n'est pas étonnant que son modèle de réglementation s'exporte au-delà de ses frontières. Ainsi, lorsque les agences ont été utilisées à des fins réglementaires, cela a influencé les autres pays ainsi que les institutions économiques internationales ; puis, lorsque les États-Unis ont souhaité mettre fin à la part que jouaient les agences au sein de leur législation, ce mouvement a été suivi par l'ensemble des autres acteurs économiques importants. Cependant, il est nécessaire de préciser que l'impact des décisions des agences est plus important aux États-Unis que sur n'importe quel autre marché. De plus, la pratique des transactions propre au système judiciaire américain empêche le développement d'un encadrement des agences à travers la jurisprudence.

## **Section II : Les points essentiels de la réglementation américaine des agences de notation financière**

Aux États-Unis, certaines règles sont restées en vigueur très longtemps avant de connaître des modifications. Ainsi, les règles relatives à l'attribution du statut NRSRO (Paragraphe I), bien que contestées pour leur imprécision, ne seront modifiées que 30 plus tard avec l'adoption du CRARA. Mais ce nouveau texte, censé permettre pour la première fois un contrôle efficace des agences de notation, s'avère contenir de nombreuses lacunes (Paragraphe II).

---

<sup>773</sup> DIENG C., « L'agence *Moody's* condamnée à 864 millions de dollars pour avoir créé la crise financière de 2008 », *Le Courrier Du Soir*, 15 janvier 2017.

## **Paragraphe I : Le statut « Nationally Recognized Statistical Rating Organisations »**

A sa création, le statut NRSRO était attribué par la SEC sur la base de critères imprécis et peu clairs. Malgré des propositions, les conditions d'attribution de ce statut aux agences de notation n'ont pendant longtemps pas évolué, ce qui en a fait un statut contesté (A). Il faudra attendre 2006 et l'adoption du *Credit Rating Agency Reform Act* pour qu'une nouvelle procédure d'obtention du statut NRSRO voie le jour (B) et que pour la première fois soit définies des conditions d'obtention officielles, claires et précises.

### **A) Un statut contesté**

Le statut NRSRO est un statut ancien aux États-Unis malgré des conditions d'attribution restées pendant longtemps arbitraires (1). Dans les années 90 cependant, ces conditions ont été remises en cause (2).

#### *1) Des conditions d'attribution arbitraires du statut NRSRO*

C'est à la suite du scandale financier créé par la faillite de *Penn Central*, qui a remis en question la légitimité et le sérieux des agences de notation, que la SEC instaure en 1975 le statut de NRSRO. Cette certification du métier de la notation avait alors pour objectif de garantir les notations pouvant être utilisées par les assurances, les organismes de placement collectif, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. Les autorités de régulation américaines entendaient aussi standardiser et formaliser la pratique des notations. C'est la SEC seule qui désignait les agences habilitées à se prévaloir du statut NRSRO. « Pour être précis, cette décision ne relevait pas d'un vote des cinq commissaires de la SE, mais d'une décision des responsables administratifs de la Commission (procédure dite de *no action letter*) »<sup>774</sup>. Pour être désignée NRSRO par la SEC, toute agence devait remplir trois conditions :

- publier et rendre publiques des notations de crédit conformes à des évaluations présentes de la solvabilité des émetteurs de valeurs spécifiques ou d'instruments du marché monétaire ;
- être reconnue sur les marchés financiers, comme un émetteur de notations crédibles et fiables par les principaux utilisateurs de notation ;

---

<sup>774</sup> SIMON Y., *op.cit.*, p. 136.

- utiliser des procédures systématiques visant à fournir des notations crédibles et fiables, à gérer les conflits d'intérêt, à prévenir la mauvaise utilisation d'informations confidentielles, et avoir des ressources financières suffisantes pour assurer le respect de ces procédures<sup>775</sup>.

« L'équipe de la Commission n'acceptait pas initialement de standards spécifiques pour déterminer quelles agences de notation étaient reconnues nationalement pour leurs services, préférant à la place, juger au cas par cas »<sup>776</sup>. L'attribution du statut de NRSRO, effectuée de manière unilatérale par la SEC et basée sur des critères d'admission peu clairs et pas assez explicites a soulevé un certain nombre de critiques. Non seulement elle permet au marché financier d'exercer un contrôle accru grâce à une meilleure connaissance, par les investisseurs, des agences, mais elle instaure en plus de nouveaux critères d'admission, favorisant ainsi le caractère oligopolistique d'un secteur déjà largement dominé par un nombre réduit d'acteurs. Comme l'a souligné le Professeur John Coffee Jr, il s'agissait d'un préalable nécessaire mais impossible, puisque, une fois la discipline de la notation mise en place en privilégiant les NRSRO, il devint pratiquement impossible d'acquérir un renom national dans l'exercice de l'activité de notation sans avoir cette qualité. En fait, les rarissimes agences agréées furent toutes acquises et fondues dans les concurrentes plus importantes, de sorte qu'en 2006 les NRSRO agréées par la SEC n'étaient encore que les trois agences historiques *Moody's*, *S&P*, et *Fitch*<sup>777</sup>. « En réponse à la pratique du statut et au nombre restreint d'agences l'ayant obtenu, la SEC stipule qu'il faut être sûr de la notation ainsi que de la réputation de l'organisme l'ayant fournie. L'historique, l'accumulation d'expériences et la standardisation des analyses apportant une envergure à la qualité des notes, seules quelques agences auraient accumulé un tel « capital réputationnel » »<sup>778</sup>. Ce n'est qu'entre 1982 et 1991 que quatre nouvelles agences en furent bénéficiaires<sup>779</sup>, au début des années 90, sept agences de notation étaient donc accréditées. Cependant, avec le jeu des fusions/acquisitions entre agences, leur nombre a diminué et au tout début de l'année 2003, *S&P*, *Fitch* et *Moody's* étaient redevenues les seules à détenir ce sésame. Par la suite, en février 2003 l'agence canadienne *DBRS* a obtenu le statut de NRSRO, suivie en mars 2005 par *A.M Best* et en mai 2007 par la *Japan Credit Agency*. Il existe aujourd'hui 10 agences de notation enregistrées en tant que NRSRO<sup>780</sup>.

<sup>775</sup> BOUGUERRA F., « Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de rating », *Revue française de gestion*, 2008/2 (n° 182), 2008, p. 71.

<sup>776</sup> United States Securities and Exchange Commission, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, *op.cit.*, p. 9. Traduction de l'auteur.

<sup>777</sup> COFFEE J JR., *Gatekeepers: the Professions and the Corporate Governance*, Clarendon Lectures in Management Studies, 2006, p. 291

<sup>778</sup> BOUGUERRA F., *op. cit.*, p. 71.

<sup>779</sup> *Duff and Phelps, Inc.* (1982) ; *McCarthy Crisanti & Maffei, Inc.* (1983) ; *IBCA Limited and its subsidiary, IBCA, Inc.* (1990) ; *Thomson BankWatch, Inc.* (1991).

<sup>780</sup> En plus des six citées précédemment, ont été enregistrées en tant que NRSRO *Morningstar, Inc.*, *Kroll Bond Rating*

Le statut NRSRO fût donc, à juste titre, accusé de restreindre la concurrence et de renforcer l'oligopole des trois agences bénéficiaires. En effet, plusieurs sociétés américaines ou canadiennes étaient opérationnelles mais leur activité réduite. Ces agences, faute d'obtenir le label NRSRO pouvaient difficilement proposer leurs services aux émetteurs et n'étaient que très peu sollicitées car les statuts de nombreux fonds d'investissement, fonds de pension et autres investisseurs institutionnels obligeaient leurs gérants à détenir des titres bénéficiant d'une note « *investment grade* » accordée par des agences dotées du statut NRSRO. La SEC ne reconnaissait ce statut qu'aux agences ayant une autorité au plan national, statut accordé seulement par le label NRSRO : c'était là un cercle vicieux. Il faudra attendre les années 90 pour qu'une remise en question des conditions d'attribution s'opère.

## 2) *La remise en question des conditions d'attribution du statut NRSRO*

En raison d'une définition peu claire du statut NRSRO et de l'absence d'un mécanisme formel de suivi des activités des agences de notation, des inquiétudes se sont exprimées et le régulateur américain (également inquiet de l'expansion du rôle des agences de notation) a sollicité en 1994 des commentaires publics sur l'utilisation des notations des agences NRSRO<sup>781</sup>. Plus précisément, le public devait s'exprimer sur des questions précises : si la Commission devait continuer à utiliser le concept NRSRO et, dans l'affirmative, si le terme «NRSRO» devait être explicitement défini dans les règles de la Commission ; si le processus de non-intervention existant pour reconnaître une agence en tant que NRSRO était satisfaisant et, le cas échéant, si des procédures alternatives devaient être établies.

En réponse, la Commission a reçu 25 lettres de commentaires, dans lesquelles « les parties interrogées approuvèrent pour certaines, le bien-fondé de la norme NRSRO, tandis que d'autres estimaient qu'elles constituaient un frein à la concurrence »<sup>782</sup>. La majorité a tout de même appuyé l'utilisation continue du concept NRSRO. Cependant, la plupart des lettres de commentaires reçues recommandent que la Commission adopte un processus formalisé pour l'approbation des NRSRO. Il est dès lors possible d'affirmer la volonté des acteurs de modifier les règles d'attribution du statut NRSRO en le rendant notamment plus lisible. Ainsi, « les commentaires partageaient généralement le point de vue que la procédure en place ne donnait pas assez d'informations sur la manière de candidater pour obtenir la reconnaissance NRSRO ainsi que sur les informations à fournir dans le

---

Agency, Egan-Jones Rating Company et HR Rating de México, S.A de C.V.

<sup>781</sup> Securities and Exchange Commission, *Concept Release : Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*, Release Nos. 33-8236; 34-47972; IC-26066; File No. S7-12-03, 28 juillet 2003.

<sup>782</sup> BOUGUERRA F., *op. cit.*, p. 72.

dossier. Spécifiquement, les commentaires ont recommandé que la Commission officialise les critères actuels de la “no-action letter” pour la reconnaissance des NRSRO dans une règle de la Commission »<sup>783</sup>.

En réponse à la publication du « *concept release* » et aux commentaires reçus à ce sujet, la Commission a, en 1997, proposé de modifier la règle définissant le terme NRSRO<sup>784</sup>. Les modifications proposées énoncent ainsi les critères que doit adopter la Commission lors de la procédure de reconnaissance du statut NRSRO. Elle examinerait ainsi cinq attributs spécifiques du demandeur. Plus précisément, et en priorité, la reconnaissance nationale (c'est-à-dire si l'organisme de notation est reconnu comme un émetteur de cotes crédibles et fiables par les utilisateurs prédominants de la notation de titres aux États-Unis). Puis, elle étudierait la dotation en personnel, les ressources financières et la structure organisationnelle afin de juger des capacités d'une agence à émettre des notes fiables (en réalité sa capacité à fonctionner indépendamment des pressions économiques ou du contrôle éventuel effectué par des entreprises qu'elle note, mais également l'emploi d'un personnel en nombre suffisant et qualifié en termes d'éducation et d'expérience pour évaluer de manière approfondie et compétente le crédit d'un émetteur). Ensuite, la Commission s'assurerait de l'utilisation par l'agence de procédures de notation systématiques et conçues pour assurer des notes crédibles et précises. La Commission vérifierait aussi l'étendue des contacts de l'agence avec la direction des émetteurs notés. Enfin, l'agence devrait utiliser des procédures internes permettant d'empêcher l'utilisation abusive d'informations non publiques et permettant de se conformer à ces procédures<sup>785</sup>. L'ensemble des modifications proposées aurait permis d'établir un processus formel et explicite pour reconnaître les NRSRO, ce processus étant d'ailleurs complété par d'autres mesures. Ainsi, les organismes de notation cherchant à obtenir le statut de NRSRO auraient déposé une demande auprès du Directeur de la Division de la réglementation du marché de la Commission qui aurait fourni des informations détaillées expliquant comment l'organisation de notation satisfait chacun des attributs requis. Le personnel de la Commission approuverait ou rejeterait la demande de statut NRSRO, conformément à l'autorité déléguée. Enfin, une NRSRO aurait été tenue d'informer la Commission de toute modification importante des informations contenues dans sa demande et, si la Commission déterminait que la NRSRO ne satisfaisait plus à tous les attributs requis, le statut NRSRO de l'agence de notation aurait pu être révoqué ou retiré<sup>786</sup>.

---

<sup>783</sup> Securities and Exchange Commission, *Concept Release : Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*, op. cit., p. 11. Traduction de l'auteur.

<sup>784</sup> Securities and Exchange Commission, *Capital Requirements for Brokers or Dealers Under the Securities Exchange Act of 1934*, Release No. 34-39457 (17 décembre 1997), 62 FR 68018 (30 décembre 1997).

<sup>785</sup> Securities and Exchange Commission, *Concept Release : Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*, op. cit., p. 13.

<sup>786</sup> *Ibid.*

Bien que les intervenants consultés se soient généralement montrés satisfaits du procédé mis en place pour une définition plus claire et plus précise des exigences d'obtention du statut NRSRO, la commission n'a pas donné suite à la proposition décrite ci-dessus. Par conséquent, les règles permettant l'obtention du statut NRSRO sont restés imprécises et opaques, Mme Collard affirmant ainsi que « cette accréditation est accordée au cas par cas et ne repose à l'origine sur aucun critère strict »<sup>787</sup>. Il faudra attendre plus de 35 ans après l'instauration de ce statut pour qu'une loi sur les agences de notation, le *Rating Agency Reform Act* de 2006, prévoie de véritables règles relatives aux conditions d'enregistrement des agences en tant que NRSRO.

## B) Une nouvelle procédure d'obtention du statut NRSRO

C'est avec le *Credit Rating Agency Reform Act* que le statut NRSRO connaît un renouveau à travers notamment l'éclaircissement des conditions de son obtention (1). Cependant, malgré cette clarification, des questions demeurent et les interrogations restent persistantes (2).

### 1) *L'éclaircissement des conditions de l'obtention du statut NRSRO*

En septembre 2006, la promulgation du *Credit Rating Agency Reform Act* remplace le système d'accréditation des agences de notation par un système d'enregistrement, sur demande, de ces agences auprès de la SEC. Ainsi, « c'est le 26 septembre 2006, avec l'adoption par le Congrès américain de la loi dite CRARA, qu'interviennent pour la première fois une définition et des conditions d'obtention officielles du titre NRSRO »<sup>788</sup>. En effet, « la loi vise à créer un cadre d'enregistrement objectif grâce auquel les agences de notation peuvent demander le statut de NRSRO. Il vise à faciliter l'entrée pour des agences légitimes qui ne pouvaient pas auparavant être admissibles en vertu de l'ancien processus de désignation NRSRO »<sup>789</sup>.

Le CRARA établit un programme d'inscription et de surveillance des agences, notamment par l'entremise de la SEC. Il est ainsi précisé que l'autorité de contrôle est la Commission et que c'est elle seule qui fait appliquer les dispositions de la section 15E<sup>790</sup>. Le CRARA a tout d'abord défini

<sup>787</sup> COLLARD F., *op. cit.*, p. 48.

<sup>788</sup> *Ibid.*, p. 49.

<sup>789</sup> ROUSSEAU S., « A Question of Credibility: Enhancing the Accountability and Effectiveness of Credit Rating Agencies », *Institut C.D. HOWE Institute*, commentary No. 356, juillet 2012, p. 4. Traduction de l'auteur.

<sup>790</sup> Congrès américain, *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, *op. cit.*, section 15E, (c), (1) : « *The Commission shall have exclusive authority to enforce the provisions of this section in accordance with this title with respect to any*

les notions de « *credit rating* »<sup>791</sup>, « *credit rating agency* »<sup>792</sup> et de « *nationally recognized statistical rating organization* »<sup>793</sup>. Cela a ainsi permis d'avoir une idée plus précise des entités susceptibles d'être enregistrées comme NRSRO auprès de la Commission. Ainsi, l'entité doit remplir les critères d'une agence de notation de crédit, c'est-à-dire qu'elle doit, entre autres, émettre des notations de crédit (telles que définies par le CRARA), sur internet ou par l'intermédiaire d'un autre moyen facilement accessible, gratuitement ou moyennant des frais raisonnables. De plus, l'entité doit employer un modèle quantitatif ou qualitatif ou les deux pour déterminer les cotes de crédit et recevoir des honoraires d'émetteurs, d'investisseurs ou d'autres participants au marché. Pour s'enregistrer auprès de la Commission, une agence de notation de crédit doit également répondre à la définition donnée de NRSRO. Par exemple, en vertu du CRARA, l'agence de notation doit avoir émis des notations lors des 3 années précédant la date de sa demande d'enregistrement. De plus, elle doit émettre des notations de crédit pour une ou plusieurs catégories de types particuliers de débiteurs : les institutions financières ou les courtiers ; les compagnies d'assurance ; les émetteurs de sociétés ; et émetteurs de titres adossés à des actifs; et les émetteurs de titres d'État, de titres municipaux ou de valeurs mobilières émises par un gouvernement étranger.

Ce n'est que lorsqu'une agence répond à ces critères qu'elle peut soumettre une demande d'enregistrement auprès de la Commission pour obtenir le statut de NRSRO. Pour cela, l'agence doit remettre à la Commission le formulaire NRSRO (« *form NRSRO* »)<sup>794</sup> rempli dans les 10 jours ouvrables suivant l'octroi d'une première inscription ou d'une inscription dans une classe supplémentaire de notation de crédit ; elle doit ensuite rendre publiques les pièces 1 à 9 dans un

---

*nationally recognized statistical rating organization* [...] ».

<sup>791</sup> *Ibid.*, section 3, (a), (60) : « *The term 'credit rating' means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments* ».

<sup>792</sup> *Ibid.*, (61) : « *The term 'credit rating agency' means any person—*  
 (A) *engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company;*  
 (B) *employing either a quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings; and*  
 (C) *receiving fees from either issuers, investors, or other market participants, or a combination thereof* ».

<sup>793</sup> *Ibid.*, (62) : « *The term 'nationally recognized statistical rating organization' means credit rating agency that —*  
 (A) *has been in the business as a credit rating agency for at least the 3 consecutive years immediately preceding the date of its application for registration under [Section 15E of the Exchange Act];*  
 (B) *issues credit rating ratings certified by qualified institutional buyers, in accordance with Section 15E(a)(1)(B)(ix) [of the Exchange Act], with respect to – (i) financial institutions, brokers, or dealers; (ii) insurance companies; (iii) corporate issuers; (iv) issuers of asset-backed securities (as that term is defined in Section 1101(c) of part 229 of Title 17, Code of Federal Regulations, as in effect on the date of enactment of this paragraph); (v) issuers of government securities, municipal securities, or securities issued by a foreign government; or (vi) a combination of one or more categories of obligors described in any of the clauses (i) through (v); and (C) is registered under Section 15E [of the Exchange Act]* ».

<sup>794</sup> Securities and exchange Commission, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule*, 17 CFR Parts 240 and 249b, 18 juin 2007. Ce document a permis de compléter le CRARA.

délai de 10 jours<sup>795</sup>. Un formulaire NRSRO est constitué de 8 lignes de « poste » (« *line items* ») et de 13 pièces (« *exhibits* »). Les lignes de postes fournissent des informations sur l'agence de notation ou la NRSRO telles que son adresse, les catégories de ligne de crédit pour lesquelles elle cherche à être enregistrée ou encore le nombre de notations de crédit émises dans chaque catégorie avec la date à laquelle elle a commencé à émettre des notations de crédit dans chaque catégorie. Les 13 pièces recueillent quant à elles les informations requises par la section 15E(a)(1)(B)(i) à (ix) du CRARA ainsi que les informations ajoutées par la Commission en vertu de la section 15E(a)(1)(B)(x) du CRARA. La NRSRO doit rendre publiques les pièces 1 à 9 alors que les pièces 10 à 13 ne sont pas nécessairement publiées et ne sont fournies que lors de la demande d'enregistrement<sup>796</sup>. Ces pièces recueillent entre autres des renseignements financiers sur l'agence faisant la demande permettant notamment à la Commission de répondre aux exigences du CRARA relatives à la vérification des ressources financières et administratives adéquates permettant de produire des notations avec intégrité<sup>797</sup>. Ces pièces permettent également de vérifier le respect des procédures et des méthodologies en vertu de la section 15E(a)(1)(B) et établies en vertu des articles (g), (h), (i) et (j) de la section 15E du CRARA. Ainsi par exemple, la pièce 2 concerne les informations relatives aux procédures et méthodologies utilisées par l'agence pour déterminer ses notations<sup>798</sup>. Ces informations doivent être suffisamment détaillées pour permettre à un utilisateur de notation de crédit de comprendre le procédé utilisé pour déterminer la notation.

Le section 15E du CRARA détermine donc un minimum de renseignements nécessaires à une demande d'accréditation d'une agence de notation de crédit<sup>799</sup>. Il y est précisé que la Commission a 90 jours maximum après le dépôt de la demande (sauf si le requérant accepte une prolongation) pour donner une réponse<sup>800</sup>. Si la demande est refusée, ce délai peut être augmenté à 120 jours<sup>801</sup>.

<sup>795</sup> *Ibid.*, 17g-1(i).

<sup>796</sup> *Ibid.*

<sup>797</sup> Exigences stipulées dans la section 15E(a)(2)(C)(ii).

<sup>798</sup> Informations requises par la section 15E(a)(1)(B)(ii).

<sup>799</sup> Congrès américain, *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, *op. cit.*, section 15E, (a), (1), (B), (i, ii, iii, iv, v, vi, vii, viii, ix). Ces renseignements sont :

- 1) Les statistiques concernant la mesure du rendement des notes de crédit sur les périodes à court, moyen et long terme ;
- 2) Les procédures et méthodes que le demandeur utilise pour déterminer les notes ;
- 3) Les politiques ou procédures adoptées et mises en œuvre par le demandeur pour empêcher l'utilisation abusive, en violation de l'Exchange Act, d'informations importantes non publiques ;
- 4) La structure organisationnelle du demandeur ;
- 5) L'existence ou non d'un code de déontologie ;
- 6) Tout conflit d'intérêts lié à la délivrance de notes de crédit par le demandeur ;
- 7) Les catégories décrites à l'un des alinéas (i) à (v) de la section 3 (a) (62) (B) de l'Exchange act à l'égard desquelles le demandeur a l'intention de demander l'enregistrement en vertu de l'article 15E du CRARA ;

<sup>800</sup> Section 15E (a) (2) (A)

<sup>801</sup> Congrès américain, *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, *op. cit.*, section 15E, (a), (2), (B), (ii).

Le paragraphe 15E (a) (2) (C) (i) dispose que la Commission accorde l'enregistrement à une agence de notation de crédit si les exigences de l'article 15E sont satisfaites. Par ailleurs, la Commission peut refuser la demande si elle constate que le demandeur ne possède pas de ressources financières et administratives suffisantes pour produire de façon uniforme des notes avec intégrité et respect des procédures et méthodes décrites à l'article 15E (a) (1) (B) et établi en vertu des alinéas 15E (g), (h), (i) et (j)<sup>802</sup>. Elle peut aussi suspendre pendant une durée de 12 mois maximum ou révoquer le statut de NRSRO<sup>803</sup>.

Malgré cet éclaircissement des conditions d'attribution, des questions demeurent quant à son efficacité.

## 2) *Des interrogations persistantes*

Le CRARA est donc le premier texte américain permettant un contrôle des agences de notation financière lors de leur demande d'obtention du statut NRSRO. Avant 2006, et malgré plusieurs propositions, les conditions d'obtention de ce statut restaient floues. C'est avec cette révision des conditions que les principes d'acquisition du statut NRSRO deviennent plus visibles et incontestables. Cependant, l'un des principaux objectifs de cette refonte du système d'attribution du label NRSRO était de faciliter l'ouverture à la concurrence. Ainsi, dans les mois qui ont suivi la mise en place de ces réformes, trois nouvelles agences ont bénéficié du statut de NRSRO. *Egan Jones Ratings*<sup>804</sup> le 21 décembre 2007, *LACE Financial* le 11 février 2008 et *Realpoint*<sup>805</sup> le 23 juin 2008. Il est cependant nécessaire de s'interroger sur l'attribution de ce statut. En effet, « le souhait de la SEC et des responsables politiques américains d'ouvrir à la concurrence le secteur de la notation était compréhensible, mais il est surprenant que des sociétés aussi petites que *LAC Financial*, *Egan Jones Rating* et *Realpoint* bénéficient du statut de NRSRO et puissent avoir le droit de noter (pour les deux premières) les cinq catégories de titres définis par la SEC. Avaient-elles les analystes, les ressources financières et les capacités managériales leur permettant d'attribuer des notes de bonne qualité ? Nous ne le pensons pas vraiment »<sup>806</sup>. L'ouverture à la concurrence était-elle tronquée ? Cela est difficile à affirmer. Cependant, les effets sur la concurrence de cette législation semblent faibles et les trois principales agences ne paraissent pas en avoir souffert.

<sup>802</sup> Article 15E (a) (2) (C) (ii).

<sup>803</sup> *Ibid.*, section 15E, (d).

<sup>804</sup> *Egan Jones Ratings* obtenait le droit de noter les institutions financières, les compagnies d'assurances et les sociétés privées. C'est le 4 décembre 2008 qu'elle a reçu le droit de noter les actifs titrisés et les titres publics émis par les États et les collectivités locales.

<sup>805</sup> *Realpoint* ne peut noter que les actifs titrisés (la seule activité sollicitée par l'agence).

<sup>806</sup> SIMON Y., *op.cit.*, p. 137.

Effectivement, au cours de l'année 2010, sur un total de 2.816.599 millions de notes attribuées aux États-Unis, 2.734.711 étaient délivrées par les agences du *big three*<sup>807</sup>. Et cette tendance se confirme dans les années suivantes puisque sur les 2.334.600 notes attribuées sur l'année 2015, 2.252.915 ont été données par les agences du *big three*<sup>808</sup>, d'autant plus qu'en 2008, environ 130 agences ne sont pas parvenues à obtenir le statut NRSRO<sup>809</sup>. Ainsi, malgré la volonté du législateur américain de rendre l'accès au statut NRSRO plus facile, en pratique, les sept agences NRSRO qui ne font pas partie du *big three* peinent à rivaliser.

Malgré son efficacité relative, cette loi a permis de clarifier l'attribution du statut NRSRO. Elle a « [...] ouvert la voie à un contrôle plus strict des agences de notation souhaitant obtenir le statut de NRSRO, qui notamment se voient désormais soumises à une procédure d'enregistrement auprès de la SEC au cours de laquelle celle-ci vérifie leur capacité financière, organisationnelle et méthodologique à accomplir leur mission »<sup>810</sup>.

Le statut de NRSRO est resté pendant longtemps un statut contestable en raison de son imprécision et son manque de clarté. C'est le CRARA qui donnera tout son intérêt à ce statut en définissant de manière claire et précise ses conditions d'attribution. Malgré cet apport incontestable, le CRARA, premier texte devant permettre un contrôle efficace des agences, présente des lacunes.

## **Paragraphe II : Les lacunes du *Credit Rating Agency Reform Act***

Le CRARA, texte réglementaire ayant en partie modifié l'*Exchange Act* de 1934, permet des avancées qui sont difficilement contestables mais restent toutefois insuffisantes (A). En effet, en raison de la pauvreté de la régulation américaine qui l'a précédé, ce texte ouvre la possibilité d'un meilleur contrôle des agences de notation, mais certaines lacunes et l'absence de mesures importantes le rendent insuffisant. Ces insuffisances vont dans un premier temps et en partie être comblées par la jurisprudence, notamment dans le domaine de la responsabilité des agences de notation (B).

---

<sup>807</sup> US Securities and Exchange Commission, *2011 summary report of Commission staff's examinations of each nationally recognized statistical rating organization*, septembre 2011, p.6. Au cours de l'année 2010, *Fitch* a attribué 505.024 notes, *Moody's* a attribué 1.039.187 notes et *S&P* a attribué 1.190.500 notes.

<sup>808</sup> US Securities and Exchange Commission, *Annual report on nationally recognized statistical rating organization*, décembre 2016, p. 10. Au cours de l'année 2015, *Fitch* a attribué 303.501 notes, *Moody's* a attribué 808.482 notes et *S&P* a attribué 1.146.932 notes.

<sup>809</sup> PETIJEAN M., *op. cit.*, p. 8.

<sup>810</sup> PROROK J., *op. cit.*, p. 515-516.

## A) Des avancées évidentes mais insuffisantes

Le CRARA a permis pour la première fois d'entrer dans une ère de contrôle des agences de notation aux États-Unis. En effet, ce texte, tout en permettant une avancée significative dans l'enregistrement des agences et l'obtention du statut NRSRO, a fait évoluer les règles pour ce qui est du contrôle des agences de notation (1). Cependant, il présente des lacunes en matière d'instruments de surveillance des critères, des procédures et des méthodologies de formation des notations. Il ne prévoit aussi pour seule sanction que le retrait ou la suspension du statut NRSRO (2).

### 1) *Des évolutions certaines*

Tout d'abord, à travers la publication des méthodologies employées ou encore la publication de certaines informations concernant les analystes<sup>811</sup>, le CRARA a permis de rendre plus visible l'activité des agences enregistrées en tant que NRSRO. Il est en effet vraisemblable que la publication d'un certain nombre de lignes de postes et de pièces fournies lors de la demande d'attribution du statut NRSRO permet aux utilisateurs des notations de mieux appréhender le processus d'évaluation d'un émetteur. De plus, *l'exhibit 1* (qui est rendue publique) indique que l'agence est tenue de fournir l'historique des taux de défaut selon la catégorie de notation. Ainsi, elle doit divulguer ses statistiques sur les performances de ses évaluations et plus particulièrement l'historique des taux de défaut et de rebond dans chaque catégorie de notation. De manière générale, cette *exhibit* correspond aux statistiques d'évaluation du rendement des notes de crédit sur les périodes à court, moyen et long termes évoquées précédemment. Ces types de statistiques sont des indicateurs importants de la performance d'une agence de notation, notamment de sa capacité à évaluer la solvabilité des émetteurs et des débiteurs et ils sont, par conséquent, utiles aux utilisateurs de notations dans l'évaluation d'une NRSRO. Ainsi, « la Commission croit que requérir cette information est nécessaire ou approprié dans l'intérêt public ou pour la protection des investisseurs car cela aidera les utilisateurs de notation à comprendre comment les mesures ont été définies et faire des comparaisons avec les mesure d'autres NRSRO »<sup>812</sup>. La possibilité pour les investisseurs de vérifier que les notations sont définies de manière systématique et cohérente et leur connaissance des procédures et des méthodologies utilisées pour déterminer les notes, portent à croire que ces

<sup>811</sup> La pièce 8 du formulaire NRSRO fournit lors de la demande d'enregistrement et rendue publique indique le nombre total d'analystes, une description générale des qualifications requises pour être analyste tels que le niveau d'étude ou l'expérience professionnelle.

<sup>812</sup> Securities and exchange Commission, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule*, *op.cit.* Traduction de l'auteur.

mesures vont augmenter la capacité des participants du marché à évaluer la solvabilité relative d'un émetteur mais surtout à évaluer la qualité d'une agence de notation.

Au sujet des conflits d'intérêts, le CRARA dispose que « chaque NRSRO doit établir, maintenir, et renforcer des politiques écrites et des procédures raisonnablement faites, prenant en considération la nature de l'activité de chaque NRSRO, et des personnes et sociétés affiliées, pour trouver et gérer les conflits d'intérêts pouvant naître d'une telle activité »<sup>813</sup>. Dans ce texte sont inscrites neuf possibilités de conflits d'intérêts auxquelles les agences ne peuvent se soumettre à moins de les divulguer et de mettre en place des procédures pour les traiter et les gérer<sup>814</sup>. D'autres mesures de moindre importance sont également prises dans le cadre de la lutte contre les conflits d'intérêts et pour la promotion de l'indépendance des agences de notation. Il est cependant possible d'affirmer que ces mesures ne sont pas suffisamment approfondies pour permettre un réel contrôle des conflits d'intérêts, d'autant plus qu'elles consistent principalement en une publication de ces conflits.

Enfin, le CRARA met en place un contrôle des données confidentielles fournies aux agences lors du processus d'évaluation. Effectivement, un texte oblige pour la première fois les agences à mettre en place des procédures de traitement des informations non publiques reçues au cours de la procédure de notation. Ces procédures écrites doivent interdire la diffusion inappropriée, à l'intérieur et à l'extérieur de l'agence, des informations matérielles non publiques obtenues dans le cadre d'une notation. Elles doivent également s'appliquer pour empêcher une personne au sein de la NRSRO d'acheter, de vendre ou de bénéficier d'une transaction sur des titres ou des instruments du marché monétaire lorsque cette personne connaît des informations importantes non publiques obtenues dans le cadre du service de notation de crédit et qui affectent les titres ou les instruments du marché monétaire. Il en va de même pour la diffusion inappropriée à l'intérieur ou à l'extérieur de l'agence d'une notation avant que cette dernière soit publiée<sup>815</sup>.

Le CRARA confère donc à la SEC la possibilité de contrôler l'activité des agences de notation tout en permettant de la rendre plus visible aux yeux des utilisateurs de notes. Ce texte peut cependant apparaître réducteur.

---

<sup>813</sup> Congrès américain, *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, *op. cit.*, section 15E, (h), (1). Traduction de l'auteur.

<sup>814</sup> Securities and exchange Commission, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule*, *op.cit.*, 17g-5 (b).

<sup>815</sup> *Ibid.*, 17g-4.

## 2) *Les lacunes du CRARA*

En premier lieu, le CRARA a refusé de donner des pouvoirs à la SEC sur la régulation de la notation en tant que telle et sur les procédures et méthodologies d'attribution de la notation. « Cette limitation a été le fruit d'un compromis par rapport à une vision radicalement dirigiste, consistant à attribuer à la SEC des pouvoirs dans les domaines qui s'étaient avérés les plus risqués en l'absence d'une intervention et d'un contrôle des pouvoirs publics (conflits d'intérêts, information, suivi des prestations), mais excluant qu'elle puisse établir les modalités de fonctionnement des CRA »<sup>816</sup>. En second lieu, il est nécessaire de relever l'absence d'un régime de responsabilité. En effet, le CRARA ne modifie en rien le régime de responsabilité alors en place aux États-Unis et qui exonérait les NRSRO d'actions en dommages et intérêts, et ce même « dans le cas de production d'une notation non conforme aux procédures et aux méthodologies adoptées »<sup>817</sup>.

Ces lacunes du CRARA vont d'ailleurs rapidement se manifester après sa mise en place, à travers la crise des *subprimes*. Et contrairement au passé, la première réponse provenant des États-Unis n'a pas été celle du système réglementaire, mais celle du système judiciaire.

### B) Les tentations pour le juge de mettre en cause la responsabilité des agences de notation

Pendant longtemps, la jurisprudence américaine a suivi la position des agences de notation, accordant une large interprétation du mot « opinion », et empêchant toute mise en responsabilité des agences. Le CRARA, n'ayant en rien modifié l'impossibilité pour les investisseurs de défendre leur droit, ces derniers ont tenté de s'appuyer sur les paragraphes 11, 12 (a) et 15 du *Securities Act* de 1933 imposant une responsabilité en cas d'inexactitudes significatives ou d'omission dans le cadre d'un appel public à l'épargne. La première procédure s'appuyant sur ce système fut l'arrêt *In re Lehman Bros. Securities and Erisa Litigation*, procédure instruite par le juge Lewis A. Kaplan<sup>818</sup>. Mais la demande fut rejetée comme six autres par la suite<sup>819</sup>. Cependant, la voie vers une

<sup>816</sup> PERNAZZA F., *op.cit.*, p. 6.

<sup>817</sup> *Ibid.*

<sup>818</sup> Les investisseurs qui avaient acheté des certificats de transfert de prêts hypothécaires assignèrent Standard & Poor's et Moody's pour déclarations erronées (« alleged misrepresentation ») essayant de poursuivre les agences de notation en tant qu'assureurs (« underwriters »), vendeurs (« sellers ») ou personnes influentes (« control persons »).

<sup>819</sup> *Indy Mac Mortgage-Backed Securities Litigation*, 09 Civ. 4583 (LAK) ; *Tsereteli u. Residential Asset Securitization Trust*, 692 F. Supp. 2D 387 (S.D.N.Y. 2010) ; *Public Employees' Retirement System of Mississippi u. Merrill Lynch No. 08 Civ. 10841,2010 WL 2175875* (S.D.N.Y. June 1,2010) ; *N.J. Carpenters Vacation Fund u. The Royal Bank of*

responsabilité civile des agences de notation semble s'être ouverte à travers une interprétation stricte des textes effectuée en 2009, face à une agence de notation qui se prévalait du premier amendement dans un cercle restreint d'investisseurs. C'est une lecture purement littérale des textes de lois effectuée par la juge Scheindlin de la Southern District Court of New York dans l'affaire *Abu Dhabi Commercial Bank* contre *Moody's* et *Morgan Stanley* du 2 septembre 2009. La juge Scheindlin a estimé qu'une agence de notation ne pouvait se prévaloir de la protection du premier amendement lorsqu'elle émet un avis dans le cadre d'un cercle restreint d'investisseurs. Le jugement reconnaît qu'une note attribuée à des produits financiers à haut risques commercialisés de manière privée auprès d'un groupe d'investisseurs ne saurait être considérée comme une « *matière d'intérêt public* » méritant la large protection du premier amendement de la Constitution sur la liberté de la presse. Mais cette position, même si elle ouvre une voie vers la responsabilité des agences de notation aux États-Unis, a un effet pervers. En effet, les investisseurs d'un cercle restreint sont le plus souvent des personnes qualifiées, connaissant parfaitement les marchés et n'ayant donc pas réellement besoin de cette protection. C'est le grand public, par sa méconnaissance du marché financier pouvant l'amener à suivre beaucoup plus facilement les notes des agences, qui a le plus besoin de protection. Mais ce grand public n'est pas protégé par cette décision de 2009.

Deux autres initiatives sont à relever, « l'une de l'Attorney General du Connecticut, Blumenthal, orientée surtout sur les notations des titres publics, et l'autre de l'Attorney General de l'Etat de New York, Cuomo, de plus ample portée, qui ont mis en évidence de nombreuses incohérences du système »<sup>820</sup>. Cette seconde initiative présente peu d'intérêt puisqu'elle a abouti à un accord aux termes duquel les agences de notation concernées<sup>821</sup> se sont engagées à respecter une longue série d'engagements. Ainsi, « en vertu des accords passés avec le procureur général Cuomo, les agences de notation modifieront fondamentalement la façon dont elles sont compensées par les banques d'investissement lors de la fourniture de notes sur des ensembles de titres. De plus, les agences de notation exigeront désormais toutes et pour la première fois, que les banques d'investissement effectuent des vérifications préalables sur les blocs de prêts à des fins d'examen avant l'émission des notations. Cela garantira que les données importantes, qui n'ont pas été préalablement divulguées aux agences de notation, seront reçues et examinées par celles-ci avant que les obligations ne soient notées »<sup>822</sup>. Les trois agences ont donc pris des engagements concernant la diffusion des demandes

---

Scotland. Grp., No. 08-CV-5093 (HB), 2010 WL 1172694 (S.D.N.Y. Mar. 26, 2010) ; Boilermakers National Annuity Trust Fund, 2010 WL 3815796; Plumbers' Union Local No. 12 Pension Fund *u.* Nomura Asset Acceptance Corp., No. 09-2596, slip op. 12-15 (1 Cir - filed Jan. 20, 2011).

<sup>820</sup> PERNAZZA F., *op.cit.*, p. 7.

<sup>821</sup> S&P, Fitch et Moody's.

<sup>822</sup> Attorney General Cuomo Announces Landmark Reform Agreements With The Nation's Three Principal Credit Rating Agencies, <https://ag.ny.gov/press-release>, 5 juin 2008. Traduction de l'auteur.

de notation reçues<sup>823</sup>, sur l'examen des « initiateurs »<sup>824</sup>, sur les critères de diligence raisonnable à propos des informations provenant des initiateurs<sup>825</sup>. Ces trois agences se sont également engagées sur un contrôle annuel des procédures mises en œuvre pour garantir l'indépendance des NRSRO et enfin sur la demande de garanties des banques et des bailleurs de fonds par rapport au prêt sous-jacent aux titres dérivés.

Ainsi, cet agrément conclu entre l'Attorney General de l'État de New York et les agences *S&P*, *Fitch* et *Moody's* permet d'accroître l'indépendance des agences de notation, de veiller à la bonne transmission aux agences des données importantes sur les prêts avant qu'ils soient évalués, et enfin d'accroître la transparence sur le marché hypothécaire<sup>826</sup>. Cependant, la jurisprudence ne permet toujours pas la mise en responsabilité des agences de notation.

Le CRARA est un texte important car il a permis un éclaircissement évident des conditions d'obtention du statut NRSRO et par conséquent mis en place un véritable processus d'enregistrement des agences de notation financière. Cependant, il n'a abordé ni la question des méthodologies de notation, ni celle d'un régime de responsabilité pour les agences. La crise des *subprimes* notamment a conduit la SEC à enquêter sur les méthodes de travail des grandes agences et la mise au jour de graves défaillances a incité les législateurs à une réforme d'ampleur de l'industrie de la notation. En juin 2009, l'administration Obama a donc publié le *White Paper on Financial Regulatory Reform*, présentant 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* »).

---

<sup>823</sup> Les agences de notation divulgueront les informations sur toutes les titrisations soumises pour leur examen initial.

<sup>824</sup> Les agences de notation devront établir des critères pour l'examen des prêteurs hypothécaires individuels (appelés initiateurs), ainsi que les processus de création du prêteur. Les agences de notation examineront et évalueront ces créanciers et divulgueront leurs évaluations d'origine sur leurs sites web.

<sup>825</sup> Les agences de notation devront élaborer des critères pour établir une définition de diligence raisonnable.

<sup>826</sup> *Attorney General Cuomo Announces Landmark Reform Agreements With The Nation's Three Principal Credit Rating Agencies, op.cit.*

## **Section III : Le *Dodd-Frank Act*, un dispositif réglementaire renforcé**

Le *Dodd-Frank Act* fut la principale réponse américaine à la crise financière. Cette réforme du système financier, d'une grande ampleur, aborde de nombreux thèmes : la régulation des activités financières les plus risquées, le traitement des institutions systémiques, l'encadrement des marchés des produits dérivés et un renforcement de l'encadrement des pratiques des agences de notation. Ainsi, sur ses 848 pages, seules 19 concernent directement le rôle des agences de notation, mais ce texte n'en reste pas moins efficace dans l'objectif d'un meilleur contrôle de l'activité des agences de notation. Le législateur américain a ainsi souhaité appliquer aux agences un régime de responsabilité civile (Paragraphe I) et met en place des avancées certaines (Paragraphe II).

### **Paragraphe I : L'évolution vers une responsabilité civile**

Avec le *Dodd-Frank Act*, le législateur américain paraît mettre fin à la protection des agences établie par le premier amendement de la Constitution américaine. Au regard des premiers considérants de ce texte, il semble en effet évident que le Congrès souhaite soumettre les agences au même régime de responsabilité que ceux qu'il nomme les « *gatekeepers* »<sup>827</sup>. Il indique ainsi que « les agences de notation, dont les NRSRO, jouent un rôle critique de “gatekeeper” sur le marché de la dette, ce qui est fonctionnellement similaire à l'activité des analystes financiers, qui évaluent la qualité des titres sur le marché des actions, et des auditeurs, qui examinent les états financiers des entreprises. Un tel rôle justifie un niveau similaire de surveillance publique et de responsabilisation »<sup>828</sup> ; puis « étant donné que les agences de notation effectuent des services d'évaluation et d'analyse pour le compte de leurs clients, les activités des agences de notation, tout comme les autres «gatekeepers» financiers, ont un caractère essentiellement commercial et devraient être soumises aux mêmes normes de responsabilité et de surveillance que celles des auditeurs, des analystes financiers et des banquiers d'investissement »<sup>829</sup>. Le législateur américain, après avoir rappelé le rôle systémique des notations et l'importance que leur accordent les investisseurs individuels, institutionnels et les organismes de réglementation financière qui

---

<sup>827</sup> Le terme « *gatekeepers* » n'est pas défini dans le *Dodd-Frank Act*. Il semble cependant correspondre dans le milieu financier aux intermédiaires chargés de gérer l'accès à certaines informations ou événements par la sphère publique.

<sup>828</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *op. cit.*, section 931(2).

Traduction de l'auteur.

<sup>829</sup> *Ibid.*, section 931(3). Traduction de l'auteur.

confèrent aux agences un statut de sujet d'intérêt public<sup>830</sup> souhaite donc renforcer la responsabilité des agences de notation.

Dans cette optique, plusieurs dispositions du *Securities Exchange Act* de 1934 ont été modifiées par le *Dodd-Franck Act*. D'un point de vue procédural, au stade de la recevabilité de la demande (« *pleading* »), la charge probatoire relative à l'état d'esprit du défendeur (« *state of mind* ») est allégée. « En effet, auparavant, un demandeur devait, au titre de la règle 10b-5, plaider que l'agence ne croyait pas en sa notation ou que celle-ci ne reposait sur aucune base factuelle afin que la requête en irrecevabilité (motion to dismiss) faite par le défendeur soit rejetée »<sup>831</sup>. Avec l'adoption du *Dodd-Franck Act*, il ne reste plus au défendeur qu'à démontrer que l'agence, intentionnellement ou par négligence, soit n'a pas mené une investigation raisonnable sur les faits sur lesquels elle s'est fondée, soit n'a pas pu vérifier raisonnablement l'existence de ces faits à partir d'autres sources indépendantes (c'est-à-dire notamment ne s'est pas adressée à une société indépendante pour lui demander de réaliser une telle investigation)<sup>832</sup>.

Cette procédure de responsabilité ne concerne effectivement que le stade préalable au procès (*pleading*), étape dont le but est de déterminer si le demandeur dispose ou non d'éléments suffisants pour se prévaloir d'un droit d'action, lui permettant d'accéder à l'étape ultérieure du procès. « Ainsi, la charge probatoire relative à la faute reste identique et aussi lourde au moment du procès lui-même, exigeant notamment de rapporter l'existence de la scienter<sup>833</sup>. Deuxièmement, devra toujours être prouvée l'existence de la reliance et de la loss causation<sup>834</sup>, au titre de la règle 10b-5 de la SEC, et ce même au stade du pleading<sup>835</sup> »<sup>836</sup>. Mais, les agences craignant bien entendu une inflation du nombre d'actions intentées à leur égard ont réussi à mettre en échec l'application du nouveau paragraphe 933(m)(1) (qui les soumettait au même standard de responsabilité que les experts des professions réglementées). En effet, « dans un mouvement s'apparentant à une grève, les agences ont en effet refusé que leurs notes de crédit soient jointes, comme le requiert le droit américain, au dossier communiqué à la SEC préalablement à l'émission de titres adossés à des actifs. Les émetteurs se sont ainsi trouvés dans l'incapacité de se financer sur les marchés pour des raisons exclusivement réglementaires. Sous la pression des acteurs économiques, la SEC a dès lors été contrainte de suspendre les effets de cette disposition dès le 22 juillet 2010, réduisant à rien les

<sup>830</sup> *Ibid.*, section 931(1). Traduction de l'auteur.

<sup>831</sup> PROROK J., *op. cit.*, p. 520.

<sup>832</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *op. cit.*, section 933(b) ainsi que la section 21D(b)(2) de la version amendée en 2012 de l'Exchange act.

<sup>833</sup> Scienter est la connaissance de la nature de l'acte ou de l'omission ou de la nature de quelque chose en sa possession qui est souvent un élément nécessaire d'une infraction.

<sup>834</sup> Cela peut se traduire comme la relation entre le fait générateur et la perte.

<sup>835</sup> « Le stade du pleading » peut se traduire par le « plaidoyer ».

<sup>836</sup> PROROK J., *op. cit.*, p. 521.

objectifs poursuivis par le législateur américain »<sup>837</sup>.

Il est donc cohérent de penser que, malgré une volonté de faciliter l'accès à la responsabilité des agences de notation, les nouvelles dispositions du *Dodd-Frank Act* paraissent insuffisantes, ne permettant pas une responsabilité véritablement effective des agences de notation.

Cependant, le *Dodd-Frank Act* prend d'autres dispositions constituant de réelles avancées.

## **Paragraphe II : Des avancées certaines**

Le *Dodd Frank Act* offre de meilleures perspectives à un contrôle des agences de notation financière. Ainsi, des dispositions efficaces ont été prises et, si certaines d'entre elles ont été difficiles à mettre en pratique à l'instar de la réduction des références réglementaires aux notes des agences (A) ; d'autres comme la lutte contre les conflits d'intérêts (B), ont trouvé une pleine efficacité, d'ailleurs améliorée par le renforcement du rôle de la SEC (C).

### **A) La réduction des références réglementaires aux notes des agences**

Parmi les nombreuses idées post crise financière pour mieux contrôler les agences de notation, la suppression de l'usage des notes à fin réglementaire était l'une des plus évoquées. Le *Dodd Frank Act* va, et pour la première fois dans une réglementation, mettre en œuvre cette mesure : « [...] 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 »<sup>838</sup>. La section 939A(b) dispose ainsi que « chacune des agences doit modifier toute réglementation identifiée par l'examen effectué en vertu du paragraphe (a) pour supprimer toute référence ou exigence de confiance dans les notations de crédit et substituer dans ces règlements la norme de solvabilité que chaque agence respective détermine comme appropriée pour de tels règlements. En prenant une telle décision, ces organismes s'efforceront d'établir, dans la mesure du possible, des normes uniformes de solvabilité à l'usage de chacune de ces agences, en tenant compte des entités réglementées par chacune de ces agences et des fins auxquelles elles se fieraient »<sup>839</sup>. De plus, le *Dodd-Frank Act* supprime directement les références dans certains textes réglementaires et ce dans un délai de deux ans<sup>840</sup>.

<sup>837</sup> LEWKOWICZ G., « Les agences de notation financière contre les États : une lutte globale pour le droit à l'issue incertaine », *Working Papers du Centre Perelman de Philosophie du Droit*, février 2013, p. 265.

<sup>838</sup> GAILLARD N., *Remettre la notation financière à sa juste place*, *op.cit.*, p.34.

<sup>839</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *op. cit.*, section 939A(b).

Traduction de l'auteur.

<sup>840</sup> *Ibid.*, section 939.

Lorsqu'il ne prend pas en charge lui-même les modifications, il laisse aux différentes agences fédérales le soin de modifier, dans un délai d'un an, les réglementations qui reposent sur les notations financières<sup>841</sup>. Si des agences se sont trouvées dans l'incapacité d'effectuer cette tâche, « certaines ont d'ailleurs déjà signalé qu'elles continueront à faire usage des ratings pour l'évaluation de la solvabilité des émetteurs et pour la détermination du ratio de fond propre des banques »<sup>842</sup>, d'autres ont au contraire répondu aux attentes. A titre d'exemple, le 26 juillet 2011, la SEC a modifié la procédure simplifiée d'enregistrement destinée aux émetteurs de dette. Alors qu'une note en *investment grade* suffisait auparavant, un émetteur doit maintenant se soumettre à l'une des quatre conditions suivantes (dont aucune ne fait référence aux notations des agences) :

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

Il est donc difficile de douter de la volonté affichée par le régulateur américain de supprimer les références aux notations des agences et les mesures adéquates semblent avoir été prises. Norbert Gaillard affirme d'ailleurs à ce propos que « 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 » [...] »<sup>843</sup>. Cependant, cette volonté se heurte aux difficultés rencontrées pour trouver des solutions de remplacement aux références de notation. Le Sénat français indique ainsi que « les propositions avancées relèvent pour l'instant plutôt d'un glissement sémantique. Si elles suppriment effectivement les références explicites aux notations, elles mêlent généralement des notions de liquidités et de risque de crédit, ce dernier pouvant être estimé, soit en interne, soit en externe à travers, justement, les notations des agences »<sup>844</sup>.

Si la volonté de désintoxiquer la réglementation américaine des notes, dont l'efficacité est remise en doute, se heurte à des difficultés ; la lutte contre les conflits d'intérêts s'avère quant à elle efficace et cohérente.

---

<sup>841</sup> *Ibid.*, section 939A(b).

<sup>842</sup> LEWKOWICZ G., *op.cit.*, p. 215.

<sup>843</sup> GAILLARD N., *Remettre la notation financière à sa juste place, op.cit.*, p.35.

<sup>844</sup> ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *op. cit.*, p. 85.

## B) La prévention des conflits d'intérêts

Outre la réduction des références réglementaires aux notations des agences, le *Dodd-Frank Act* instaure également toutes sortes de règles pour mettre un terme aux conflits d'intérêts. Il dispose que la SEC doit émettre des règles afin de délimiter une stricte séparation entre la production des notes et les fonctions de vente et de marketing, afin d'empêcher que toutes considérations commerciales et de ventes ne viennent influencer le processus de la notation<sup>845</sup>. Une dispense est accordée aux petites NRSRO<sup>846</sup> et, en cas de non-respect de cette obligation, la sanction peut être une suspension ou une révocation du statut NRSRO<sup>847</sup>. Il est d'ailleurs à noter, concernant la séparation entre l'activité de notation et celle de vente, qu'une proposition a été retirée du *Dodd Frank Act*. Le « *Franken Amendment* », proposition qualifiée « d'intrigante » par certains auteurs, proposait de créer un organisme soumettant de manière aléatoire des émetteurs aux agences de notation, ce qui éliminerait bien évidemment les conflits d'intérêts. Cet amendement a cependant été retiré en dernière minute et n'est plus réapparu depuis<sup>848</sup>.

Afin de lutter contre les conflits d'intérêts, le *Dodd Frank Act* contient également un certain nombre de dispositions en rapport avec la structure et l'organisation des agences de notation. Ainsi le Conseil d'administration des agences de notation doit être constitué pour moitié d'administrateurs indépendants et leur nombre ne doit pas être inférieur à deux<sup>849</sup>. Il a notamment pour obligation de s'assurer de la bonne mise en œuvre de contrôles internes concernant les procédures de détermination des notes, les rémunérations et les promotions au sein de l'agence. Il lui appartient de gérer les problèmes de conflits d'intérêts, par la prise de décisions et l'instauration de politiques adéquates. Chaque agence de notation doit également désigner un « *compliance officer* », dont le rôle peut s'assimiler à celui d'un responsable du code éthique et de la lutte contre les conflits d'intérêts qui n'a pas le droit d'exercer d'activité de notation, ni de participer à des activités de gestion ou de vente. La rémunération de cet agent ne peut être liée à la performance commerciale de l'agence et il doit faire en sorte d'assurer l'indépendance de son jugement<sup>850</sup>. De plus, ce texte dispose que chaque NRSRO doit prévenir la SEC (dans la mesure du possible) si certains employés (notamment ceux participant à l'élaboration des notes) l'ont quittée pour travailler chez une ou des

<sup>845</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *op. cit.*, section 932(h)(3)(A).

<sup>846</sup> *Ibid.*, section 932(h)(3)(B)(i).

<sup>847</sup> *Ibid.*, section 932(h)(3)(B)(ii).

<sup>848</sup> BOLTON P., FREIXAS X., SHAPIRO J., « The Credit Ratings Game », *The journal of Finance*, Vol. LXVII, N°1, février 2012, p. 105.

<sup>849</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *op. cit.*, section 932(t)(2)(A).

<sup>850</sup> *Ibid.*, section 932(h)(5)(A).

entités toujours notées douze mois auparavant<sup>851</sup>.

Ces mesures, susceptibles d'être améliorées, amorcent déjà un virage important dans le paysage réglementaire américain. Les possibilités de conflits d'intérêts paraissent plus efficacement contrôlées. Cette efficacité est d'ailleurs renforcée par le rôle majeur attribué à la SEC.

### C) Le renforcement du pouvoir de la SEC

Afin d'améliorer le contrôle des agences de notation, le *Dodd Frank Act* a renforcé les capacités de la SEC en augmentant ses pouvoirs de régulation, et en lui donnant, entre autres, la possibilité de suspendre temporairement ou définitivement l'activité d'une agence de notation. Cependant, ce moyen d'action est considéré par certains auteurs comme « une arme de destruction massive qui devrait dissuader les dysfonctionnements des agences de notation, mais une arme dont les conséquences sont si graves qu'il est difficile pour un régulateur de l'utiliser »<sup>852</sup>. Se pose donc légitimement la question de la portée de cette disposition. Si sa mise en œuvre paraît compliquée pour le régulateur, les NRSRO ont-elles un motif de s'en inquiéter ? La situation actuelle n'apporte encore aucun élément de réponse. La mise en place par le *Dodd Frank Act* d'amendes et/ou de pénalités en cas de violation des règles<sup>853</sup> peut cependant s'avérer plus efficace. En effet, ces sanctions peuvent jouer un rôle dissuasif important dans la mesure où la SEC n'a aucune raison de craindre de les infliger.

De plus, outre les dispositions d'application immédiate, la SEC s'est vue confier un nombre important de mesures d'exécution réglementaires. Ainsi, en l'absence de modalités d'action précises, le législateur américain via le *Dodd-Frank Act* a délégué à la SEC la possibilité d'établir de nouvelles règles (pas moins de 398) telles, par exemple, celles adoptées par la Commission afin d'améliorer la transparence. Il s'agit notamment d'une standardisation des statistiques<sup>854</sup>, d'une amélioration de l'historique des notations<sup>855</sup> mais également d'informations relatives aux changements de méthodes ou de procédures et des erreurs<sup>856</sup> ou encore d'une meilleure définition des symboles, des nombres ou des scores utilisés par les NRSRO<sup>857</sup>. Les utilisateurs de notes ont ainsi la possibilité de mieux comparer les performances de notation de chaque NRSRO. De plus, ces nouvelles règles imposent aux agences de remplir le formulaire NRSRO via le système

<sup>851</sup> *Ibid.*, section 932(a)(4).

<sup>852</sup> SIMON Y., *op.cit.*, p. 139.

<sup>853</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *op. cit.*, section 932(p)(4).

<sup>854</sup> Voir « Instructions for Exhibit 1 to Form NRSRO »; Adopting Release, 79 FR at 55295-302.

<sup>855</sup> Voir la règle 17g-7(b); Adopting Release, 79 FR at 55266-67.

<sup>856</sup> Voir la règle 17g-8(a)(4); Adopting Release, 79 FR at 55267-68.

<sup>857</sup> Voir la règle 17g-8(b)(2); Adopting Release, 79 FR at 55268.

électronique EDGAR<sup>858</sup> (*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval*) mis en place le 3 août 2015. Ce système permet notamment une centralisation des données et son accès via internet facilite la recherche d'informations pour les utilisateurs de notes. Ces nouvelles règles obligent aussi les NRSRO à divulguer certaines informations en relation avec les notations effectuées<sup>859</sup>. Certaines de ces informations incluent, entre autres, la procédure ou la méthodologie utilisées pour déterminer la note, une description des types de données utilisées pour déterminer la note ou encore une évaluation de la qualité des informations disponibles et utilisées<sup>860</sup>.

Cependant en avril 2013, sur les 398 règles prévues, seules 148 étaient effectivement établies. Cette situation fait dire au Professeur Gregory Lewkowicz que « cette situation, qui tire son origine tant dans le sabotage organisé par des groupes d'intérêt que dans le manque de ressources de l'administration, met en exergue le décalage entre le temps des marchés et celui de la réglementation. Rien ne garantit que le second puisse rattraper le premier »<sup>861</sup>. Ce décalage est d'autant plus net qu'un additif au règlement rajoutant un délai supplémentaire contraint la SEC<sup>862</sup> et le GAO<sup>863</sup> à réaliser dans les deux ans suivant la promulgation de la loi plusieurs études concernant l'industrie de la notation de crédit, les modèles économiques alternatifs au système émetteur-payeur, et la détection des éventuels conflits d'intérêts qui n'auraient pas été éliminés par la réglementation de 2010. Il est d'ailleurs à noter que le législateur américain paraît se satisfaire des mesures en place, aucun de ces trois rapports n'ayant entraîné de nouvelles dispositions réglementaires.

Pour renforcer davantage les pouvoirs de la SEC, le *Dodd Frank Act* a également créé en son sein, un nouvel organe de surveillance, le *SEC Office of Credit Ratings*<sup>864</sup>. Ce bureau, composé d'environ 25 avocats, comptables et examinateurs, a vocation à superviser la mise en œuvre de la réglementation par les agences de notation dotées du label NRSRO et de promouvoir la bonne qualité de notation. Dans ce but, le *Dodd Frank Act* dispose qu'il devra conduire au moins une fois par an un examen des agences enregistrées en tant que NRSRO<sup>865</sup>, examen qui devra par exemple porter sur la gestion des conflits d'intérêts par la NRSRO<sup>866</sup> ou sur sa gouvernance<sup>867</sup>. Cet examen

<sup>858</sup> Voir la règle 17g-1(e); Adopting Release, 79 FR at 55262; Rule 17g-1(f); Adopting Release, 79 FR at 55262; Rule 17g-1(g); Adopting Release, 79 FR at 55262; Instructions to Form NRSRO; Adopting Release, 79 FR at 55282-55310.

<sup>859</sup> Règle 17g-7(a).

<sup>860</sup> Règle 17g-7(a)(1)(ii).

<sup>861</sup> LEWKOWICZ G., *op. cit.*, p. 214.

<sup>862</sup> *Report to Congress on Assigned Credit Ratings*, décembre 2012 et *Report to Congress. Credit Rating Agency Independence Study*, novembre 2013.

<sup>863</sup> *Credit Rating Agency. Alternative Compensation Models for NRSRO*, janvier 2012.

<sup>864</sup> Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *op. cit.*, section 932(p). Ce bureau existe de manière effective depuis juin 2012.

<sup>865</sup> *Ibid.*, section 932(p)(3)(A).

<sup>866</sup> *Ibid.*, section 932(p)(3)(B)(ii).

<sup>867</sup> *Ibid.*, section 932(p)(3)(B)(v).

fera ensuite l'objet d'un rapport qui sera rendu public par la SEC<sup>868</sup>.

La création de ce bureau spécialisé dans le contrôle des agences de notation financière et le renforcement de ses pouvoirs, font de la SEC, grâce au *Dodd-Frank Act* et de manière incontestable, l'organe de référence absolu de contrôle des agences de notation financière aux États-Unis.

Le *Dodd Frank Act* a sans conteste permis de franchir une étape décisive dans le contrôle des agences de notation financière, avec une réelle volonté de responsabiliser les agences de notation, mais aussi d'encadrer leurs activités. La doctrine n'a aucun doute sur son impact. Ainsi, Bruno Colmant [et al.] ne s'y trompe pas en affirmant que « si les premiers bilans sont mitigés, les commentateurs déplorant notamment la persistante concentration du marché et mettant en cause la dégradation de la note souveraine américaine intervenue en août 2012, ces dernières initiatives marquent une étape décisive dans la transition d'un système auto-régulé vers un marché réglementé »<sup>869</sup>. Yves Simon abonde dans le même sens, affirmant « la loi du 21 juillet 2012 facilite la régulation et le contrôle des agences de rating. Elle permet à la SEC de procéder à des contrôles internes et d'évaluer périodiquement les performances des analystes-crédit. Elle améliore la transparence des méthodologies et réduit les conflits d'intérêts auxquels sont confrontées les agences de notation. Elle ouvre la voie à la mise en cause de leur responsabilité et initie le processus de désintoxication des notes produites par les agences »<sup>870</sup>.

Outre la réglementation américaine, l'évolution vers un meilleur contrôle international des agences de notation passe aussi par des prises de conscience mondiales à travers des mécanismes pouvant pourtant paraître éloigner de la réglementation des agences de notation financière.

---

<sup>868</sup> *Ibid.*, section 932(p)(3)(C).

<sup>869</sup> COLMANT B., DE CALLATAY E., DIEUX X.,... [et al.], *op. cit.*, p. 119.

<sup>870</sup> SIMON Y., *op. cit.*, p. 140.

## **Chapitre III : Vers un meilleur contrôle international des agences de notation financière**

Il est nécessaire d'évoquer les différentes solutions se présentant à ce jour pour l'élaboration d'un contrôle international des agences de notation financière efficace. La possibilité pour cet encadrement de trouver sa source dans les instruments universels et notamment à travers les standards de l'OICV semble compliquée (Section I) du fait des points de vue divergents entre États mais aussi du caractère non obligataire de ces textes. Dès lors, la solution à privilégier semble être celle menant à une collaboration entre autorités de régulation (Section II), notamment européenne et américaine, ces deux systèmes juridiques étant les plus avancés en matière de contrôle des agences de notation et dont le poids politique n'est pas négligeable.

### **Section I : Le contrôle international des agences de notation financière par le recours aux standards de l'OICV**

L'internationalisation des activités financières n'a été suivie par aucun transfert de compétences au niveau international. Par conséquent, la seule réponse au défis engendré par l'internationalisation de ces activités a été l'activité normative des institutions de coopération et principalement de l'OICV dans le cadre spécifique de l'activité des agences de notation financière. Ainsi, les standards financiers édictés par cette organisation peuvent se comparer à un corpus normatif émanant d'une organisation de coopération (Paragraphe I). Il est cependant nécessaire de rappeler que cette organisation n'est pas une organisation internationale supranationale disposant d'une autorité directe et immédiate sur les ordres juridiques internes. Les règles qu'elle édicte n'entraînent par conséquent aucune obligation pour les États et n'ont pas de force exécutoire. Il reste néanmoins que la portée juridique de ces standards financiers peut apparaître plus large qu'il n'y paraît (Paragraphe II).

## Paragraphe I : Les standards comme instrument normatif

Avant d'envisager la portée juridique des standards internationaux, il est nécessaire d'étudier leur origine, mais également leurs particularités et leur signification (A). L'étude de leur juridicité s'impose ensuite (B), car ils émanent d'une organisation ne disposant pas d'une autorité directe sur les États.

### A) La notion de standard

Le terme « standard » peut être utilisé pour désigner une règle obligatoire ou non, qu'elle soit de droit interne ou international. Le Professeur Bismuth affirme ainsi que « le terme standard s'emploie indifféremment du caractère juridiquement obligatoire ou non des conduites qu'il prescrit »<sup>871</sup>. Cette notion rattachée dans un premier temps à la protection des étrangers a été définie par Jules Basdevant comme « le comportement moyen des États civilisés par référence auquel on apprécie la correction du comportement d'un État en la matière considérée »<sup>872</sup>. Après s'être étendu à divers domaines, le terme de standard fait aujourd'hui référence à une sorte de normalité se traduisant par l'emploi de termes permettant une latitude d'appréciation. Comme le souligne Dominique Carreau<sup>873</sup>, la notion de standard peut se définir comme « [...] une norme de comportement qui relève de l'absolu et non du contingent. Autrement dit, elle constitue un minimum incompressible »<sup>874</sup>. Il s'agit donc d'un type spécial de règle de droit car les standards sont formulés de façon qu'ils ne permettent pas de délimiter uniformément les conduites permises et les conduites proscrites. Cette souplesse du standard lui permet de s'adapter à des environnements et des cultures juridiques différents, mais également à des niveaux variés de développement des systèmes financiers. L'OICV explique ainsi qu'« il n'existe pas nécessairement pour chaque question réglementaire une seule approche satisfaisante. Les structures législatives et réglementaires peuvent être différentes d'une juridiction à l'autre en fonction des caractéristiques du marché local et de l'histoire de leur évolution. Tout processus spécifique d'application des objectifs et des principes décrits dans ce document doit, pour une juridiction déterminée, tenir compte de tous les aspects du contexte national, y compris du cadre juridique et commercial concerné »<sup>875</sup>. Comme le précise

<sup>871</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 367.

<sup>872</sup> BASDEVANT J., *Dictionnaire de la terminologie du droit international*, Sirey, 1960, p. 654.

<sup>873</sup> Professeur émérite de l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne).

<sup>874</sup> CARREAU D., *Repères de droit international*, Dalloz, février 2017, p. 157.

<sup>875</sup> OICV, *Objectifs et principes de la régulation financière*, septembre 1998, p.4.

l'UE<sup>876</sup>, la notion de standard s'applique donc parfaitement à la problématique d'un contrôle des agences de notation financière grâce à la nécessaire souplesse requise en la matière. Le Conseil de Stabilité financière a d'ailleurs recours au terme de « standards » en anglais, qu'il définit comme des « widely accepted [...] good principles, practices or guidelines in a given area »<sup>877</sup>, pour désigner les règles produites entre autres par l'OICV ou le Comité de Bâle dans le cadre de l'élaboration de normes de droit international. Cette situation fait dire à Régis Bismuth que « les standards financiers n'existent donc qu'à travers l'interprétation habile qui doit être réalisée par les autorités nationales devant les mettre en œuvre ou toute autre institution qui en évalue l'effectivité »<sup>878</sup>.

Il faut cependant constater l'absence de règles formelles de procédure quant à la création des standards financiers du Comité de Bâle et de l'OICV. En effet, le premier, fonctionnant de façon informelle, ne dispose pas de statuts régissant son fonctionnement interne et n'a pas adopté de règles permettant d'encadrer son activité normative. Concernant l'OICV, ses statuts n'habilitent explicitement aucun organe à exercer la fonction normative. Cette situation amène le Professeur Bismuth à affirmer que les statuts de ces derniers restent flous, voire étrangement silencieux sur les procédures devant encadrer cette production normative<sup>879</sup>. Dès lors, il faut souligner l'existence d'une procédure coutumière. Cette procédure, commune au Comité et à l'OICV, se décompose en quatre étapes. La première d'entre elles est l'initiative dont découle logiquement l'élaboration d'un standard financier. Il n'existe pas de règles d'attribution du pouvoir d'initiative comme le font généralement les organisations internationales. Ainsi, l'initiative a pu exceptionnellement venir de sollicitation externe comme lorsque le G7 en 1996 a invité l'OICV et le Comité de Bâle à développer des *Principes fondamentaux*<sup>880</sup>. L'initiative conduit naturellement à l'élaboration du projet de texte. Pour cela un groupe de travail composé de membres de l'institution ou d'invités extérieurs est réuni avec pour mandat de définir des propositions qui ne sont pas nécessairement de nature normative et peuvent appeler à d'autres travaux. Une fois la proposition émise par le groupe de travail, la phase de consultation débute et la proposition est soumise aux personnes extérieures intéressées. Au sein du Comité de Bâle et de l'OICV, cette phase est ouverte, les documents intermédiaires sont donc publics. A l'issue de cette phase de consultation, le groupe de travail effectue la synthèse des commentaires reçus et apporte au texte les modifications qu'il juge

---

<sup>876</sup> Commission européenne, *Communication de la Commission sur les agences de notation*, (2006/C 59/02), *op.cit.*, : « Compte tenu de la nature mondiale du marché visé par les agences de notation, le code de l'OICV est conçu pour être appliqué par des agences de notation de toutes les tailles et modèles d'entreprises et dans toutes les juridictions ».

<sup>877</sup> <http://www.fsb.org/what-we-do/about-the-compendium-of-standards/>. Traduction : « des bons principes, de bonnes pratiques ou des lignes directrices largement acceptées dans un domaine défini ».

<sup>878</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 376.

<sup>879</sup> *Ibid.*, p. 339.

<sup>880</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 444.

nécessaire. Le texte final est ensuite adopté, habituellement selon la technique du consensus. Ce processus d'adoption des standards de l'OICV et du Comité de Bâle a toutefois fait l'objet d'évolutions vers plus de rationalisation avec pour principal objectif une administration plus efficace de l'élaboration des standards financiers. Le Comité de Bâle a ainsi adopté en octobre 2006 une nouvelle structure simplifiée de ses groupes de travail, quatre nouveaux groupes ayant été constitués. La production normative de l'OICV qui résulte principalement du Comité Technique a segmenté ses travaux au sein de six « *Standing Committees* », dont un traitant spécifiquement des questions relatives aux agences de notation<sup>881</sup>. Quelle est alors la juridicité de ces standards ?

### B) La juridicité des standards du Comité de Bâle et de l'OICV

« Les États se trouvent face à un défi : gouverner en matière économique alors qu'ils ne sont pas maîtres du marché mondial ; ou bien peser assez pour que la gestion de l'économie globale ne leur échappe pas »<sup>882</sup>. Aussi, les agences de notation, entreprises multinationales, échappent à toute régulation internationale. « C'est ainsi que l'État, qui a toujours, en principe, le monopole du droit, apparaît comme une structure de plus en plus absente lorsqu'on évoque des relations juridiques qui, de fait, se passent de plus en plus en marge du droit étatique »<sup>883</sup>. Dès lors, c'est aux institutions de coopération tels que le Comité de Bâle ou l'OICV de jouer ce rôle de régulateur international en matière financière, cependant, ces dernières ne disposent pas d'une autorité directe et immédiate sur les États. Aussi, malgré les indications données par Anaïs Lagelle indiquant que « les standards traduisent une réelle intentionnalité collective et s'avèrent être les normes juridiques les plus adaptées et les plus efficaces à la contribution de la normativité du droit international économique »<sup>884</sup>, il est possible de constater que les standards financiers adoptés par les institutions de coopération ne constituent pas des règles de droit international. Mario Giovanoli, ancien directeur juridique de la BRI et Professeur à la faculté de droit de Lausanne, indique d'ailleurs que « ces standards n'ont pas, à strictement parler, un caractère juridique au sens traditionnel du terme, et ne sont que des recommandations politiques d'organismes internationaux »<sup>885</sup>. Par conséquent, l'enjeu de ces standards n'est pas forcément la création d'un droit international mais plutôt leur

<sup>881</sup> Il s'agit du *Standing Committee on Credit Rating Agencies*. Il a été établi en 2009.

<sup>882</sup> ARNAUD A.-J., « De la régulation par le droit à l'heure de la globalisation. Quelques observations critiques », *Droit et Société*, 1997, p. 18.

<sup>883</sup> LAGELLE A., *Les standards en droit international économique*, Université Nice Sophia-Antipolis, Thèse de doctorat en droit soutenue le 30 novembre 2012, p. 124.

<sup>884</sup> *Ibid.*, p. 79.

<sup>885</sup> GIOVANOLI M., *A New Architecture for the Global Financial Market : Legal Aspects of International Financial Standard Settings*, International Monetary Law, Oxford University Press, 2000, p. 34. Traduction de l'auteur.

transposition dans les ordres juridiques internes comme le souligne le Professeur Laurence Boisson de Chazournes, « [...] il y a des pratiques dont le respect semble s'inscrire dans une logique avant tout politique. Ainsi les pratiques financières mises en place sous l'impulsion du Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux, du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire ou d'autres instances n'ont pas l'ambition première de produire des effets juridiques précis ou de s'ancrer dans une logique coutumière. Le Comité de Bâle [...] établit des normes et des lignes directrices générales et formule des recommandations quant à des pratiques « exemplaires » destinées à être mises en œuvre par tous les États membres et les organismes bancaires internationaux. [...]. Une telle situation permet aux pratiques d'avoir leur propre vie en dehors d'un rattachement primaire à une règle de droit international »<sup>886</sup>.

Il convient alors de déterminer dans quelle mesure les autorités nationales, souvent créatrice de droits nationaux ou régionaux en matière de contrôle des agences de notation financière, peuvent assurer une intégration de ces standards dans les ordres juridiques nationaux. En effet, pour les autorités de régulation, il ne servirait à rien d'adopter ces standards si elles n'avaient pas la possibilité de les transposer dans leurs ordres juridiques. Cependant, comme le souligne Régis Bismuth, les législations nationales leur ont pour la plupart délégué le soin d'élaborer une large partie de la réglementation applicable au secteur financier. Ainsi, « tout porte à croire que les États veulent éviter de prendre des engagements sanctionnés par le droit international »<sup>887</sup>.

En plus de ce pouvoir réglementaire direct, les autorités de régulation nationales disposent également d'une palette d'instruments para-réglementaires par laquelle elles sont à même d'influencer la conduite des personnes et entités sous leur contrôle<sup>888</sup>. Par conséquent, ces moyens dont disposent les autorités de régulation permettent d'offrir un écho aux standards financiers dans les droits nationaux. Ce recours aux standards et donc à la *soft law*, se justifie par le fait qu'il est préférable de laisser à chaque États le soin d'adapter dans son droit interne, au rythme et avec les outils qui lui conviennent, les standards adoptés au plan universel. Ainsi aux États-Unis, la SEC s'est vu reconnaître par le *Securities Exchange Act* de 1934 un pouvoir réglementaire très important et « très étendu »<sup>889</sup>. Il est de plus intéressant de noter que le *Dodd-Frank Act* dispose à la section 763, paragraphe 3C(i) que les autorités de régulation doivent « prescrire des régulations [...] prenant en considération les standards internationaux ». De manière générale, « les normes

<sup>886</sup> BOISSON DE CHOIZOURNES L., *Qu'est-ce que la pratique en droit international ?*, SFDI. La pratique et le droit international : Colloque de Genève. Paris : A. Pedone, 2004. p. 22.

<sup>887</sup> THOUVENIN J-M, *Les objectifs du « système monétaire et financier international » : stabilité du cadre et croissance de l'économie mondiale*, Colloque SMI SFI, p. 22.

<sup>888</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 547.

<sup>889</sup> CONAC P-H., *L'autorité de régulation du marché financier américain : la Securities & Exchange Commission (SEC)*, LGDJ, 2006, p. 190.

produites par les institutions de coopération telles que le Comité de Bâle ou l'OICV sont perçues et appliquées comme des obligations internationales et sont ainsi transposées dans les ordres juridiques internes par, ou sous l'impulsion des autorités de régulation »<sup>890</sup>. Concernant les standards relatifs aux agences de notation que sont les Codes de bonne conduite de l'OICV, que ce soit l'UE ou les États-Unis, ils ont été largement repris. L'UE s'en est ainsi fortement inspirée pour élaborer ses différents règlements et est d'ailleurs allée plus loin que ce que préconisaient les standards avec l'instauration en 2013 d'une responsabilité civile des agences (cf. *infra*). Les États-Unis ont eux aussi retranscrit les standards du Code de bonne conduite, ils « [...] ont souhaité soumettre les agences de notation à des normes contraignantes, et ont consacré certains des principes de l'OICV. En phase avec ceux-ci, la SEC a renforcé sa législation »<sup>891</sup>.

Mais le régime juridique des standards élaborés par les acteurs des marchés, comme l'est le Code de bonne conduite de l'OICV, génèrent un certain nombre de difficultés. Ils ont l'apparence d'un droit dur, comme en témoigne l'utilisation du terme « Code », ayant une connotation juridique forte car « il suggère l'existence d'un écrit solennel émanant d'une autorité titulaire d'un pouvoir normatif et consacrant solennellement des règles contraignantes »<sup>892</sup>. De plus, le contenu des codes de bonne conduite donnent souvent l'illusion d'un véritable pouvoir engagement obligatoire. Mais il n'en reste pas moins que leur caractère obligatoire est inexistant et que « [...] la technique du standard laisse une marge de manœuvre importante à l'interprète du standards »<sup>893</sup>. Aussi, « si l'élaboration des standards juridiques est une des fonctions des organisations internationales économiques, le doctrine souligne très souvent que les standards ainsi élaborés se caractérisent par l'ambiguïté de leur force obligatoire et de leur contenu matériel »<sup>894</sup>.

Les standards financiers internationaux, et le Code de bonne conduite de l'OICV en particulier, présentent l'avantage d'être applicables par n'importe quelle juridiction. En effet, de par leur souplesse mais aussi la liberté de transposition qu'ils accordent, ils conviennent très bien à la problématique du contrôle international des agences de notation financière, d'autant plus qu'ils ont été largement repris par l'UE et les États-Unis, leader en matière de réglementation dans ce domaine. Cependant, le Code de l'OICV reste non contraignant et pose donc la question de la possibilité pour les standards financiers d'être incorporés à l'ordre juridique international.

---

<sup>890</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 567.

<sup>891</sup> THEPOT-OLAGNE C., *op. cit.*, p. 93.

<sup>892</sup> LAGELLE A., *op. cit.*, p. 90

<sup>893</sup> *Ibid.*, p.92.

<sup>894</sup> *Ibid.*, p. 143.

## Paragraphe II : L'incorporation des standards financiers à l'ordre juridique international

Comme l'explique le Professeur Bismuth, « les expressions de *soft law*, ou de *gentlemen's agreement* pour les accords du Comité de Bâle, souvent employés pour désigner ces standards en droit international, ne sont pas entièrement satisfaisantes »<sup>895</sup>. Il en va de même pour ceux de l'OICV. Dès lors, même si les standards financiers ne peuvent être considérés comme des règles de droit international, il leur est toutefois possible d'incorporer l'ordre juridique international. Il convient de distinguer deux possibilités pour les standards financiers d'accéder à l'ordre juridique international et donc de permettre un contrôle international des agences de notation. La première se traduit par leur incorporation dans le droit des organisations internationales (A), ces dernières s'en servant comme normes de référence dans le cadre de leurs activités. La seconde se manifeste par leur incorporation directe au sein des sources classiques du droit international (B)<sup>896</sup>.

### A) L'incorporation des standards financiers dans le droit des organisations internationales

L'intégration des standards financiers dans le droit des organisations internationales, permettant à ces dernières d'orienter la conduite de leurs États membres dans des domaines dans lesquels elles n'avaient pas forcément la compétence ou la légitimité pour le faire, est à distinguer en fonction des organisations concernées. En effet, dans la recherche d'une régulation efficace du secteur financier après les crises de 1990 et 2007, le FMI et la Banque mondiale ont été les premières à incorporer les standards financiers dans leur doctrine. Le premier exemple de cette situation est parfaitement illustré par le Professeur Bismuth à propos du Programme d'Évaluation du Secteur Financier (PESF) dont il qualifie l'intégration de « rampante »<sup>897</sup>. Ce programme, destiné à détecter et corriger les vulnérabilités des systèmes financiers nationaux, comprend un volet relatif à l'évaluation de la conformité des droits nationaux avec une série de règles, dont les standards financiers des organisations de coopération. Cependant, « [...] et avec l'ambiguïté juridique qui caractérise si bien les opérations du FMI, on assiste [...] à un glissement progressif du PESF du domaine de l'assistance technique de l'article V à celui de la surveillance qui ressort de l'article

<sup>895</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 607.

<sup>896</sup> *Ibid.*, *op.cit.*, p. 646.

<sup>897</sup> *Ibid.*, p. 547.

IV »<sup>898</sup>. Il ajoute d'ailleurs : « on assiste ainsi depuis quelques années à une intégration progressive du PESF – et par conséquent à un recours aux institutions de coopération – au sein des mécanismes de la surveillance »<sup>899</sup>. Il est également nécessaire de relever que les derniers travaux du FMI ne mentionnent plus seulement la nécessité de mieux intégrer le PESF à la surveillance, mais de le rendre obligatoire au titre de l'article IV. Il est ainsi indiqué que « le temps est venu de ré-examiner la position du PESF dans la surveillance bilatérale »<sup>900</sup>, mais également que « rendre le PESF ou les modules de stabilité du PESF obligatoires dans le cadre de la surveillance, du moins pour les membres du Fonds d'importance systémique, constituerait un pas important vers la réduction de l'écart entre le PESF et la surveillance bilatérale »<sup>901</sup>. Régis Bisumth conclut ainsi, « bien qu'il soit délicat politiquement et contesté juridiquement de rendre obligatoire le PESF pour tous les États membres du FMI au titre de sa mission de surveillance de l'article IV, ce projet est apparu réalisable pour les principales économies dans la mesure où il existe un consensus au sein de ces dernières concernant la pertinence du PESF et, *per extensionem*, des standards financiers internationaux »<sup>902</sup>. Il affirme d'ailleurs de manière plus générale que « le FMI et Banque Mondiale mènent une intense politique d'intégration des standards du Comité de Bâle, de l'OICV et de l'AICA [Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance] qui s'exprime à plusieurs points de vue : assistance technique, surveillance et assistance financière »<sup>903</sup>. Dès lors, l'intégration du Code de bonne conduite de l'OICV pourrait constituer une première étape envisageable dans l'objectif d'un contrôle international des agences de notation.

D'une autre importance que l'intégration des standards financiers par les organisations spécialisées, est la diffusion de certains de ces standards au sein de la pratique des Nations-Unies. Cette intégration est cependant très peu visible. Elle s'opère dans un premier temps à travers la lutte contre le financement du terrorisme et le blanchiment de capitaux et donc à travers les règles du Groupe d'Action Financière (GAFI)<sup>904</sup> et notamment ses Quarante recommandations<sup>905</sup>. Ces

---

<sup>898</sup> *Ibid.*, p. 649.

<sup>899</sup> *Ibid.*, p. 650

<sup>900</sup> FMI, *Financial Sector Surveillance and the Mandate of the Fund*, 19 mars 2010, paragraphe 25. Traduction de l'auteur.

<sup>901</sup> *Ibid.*, paragraphe 26. Traduction de l'auteur.

<sup>902</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 653.

<sup>903</sup> *Ibid.*, p. 657

<sup>904</sup> Le Groupe d'action financière (GAFI) est un organisme intergouvernemental créé en 1989 par les Ministres de ses états membres. Les objectifs du GAFI sont l'élaboration des normes et la promotion de l'efficace application de mesures législatives, réglementaires et opérationnelles en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme et les autres menaces liées pour l'intégrité du système financier international. Source : <http://www.fatf-gafi.org/fr/>

<sup>905</sup> Le GAFI a élaboré une série de Recommandations reconnues comme étant la norme internationale en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme et de la prolifération des armes de destruction massives. Elles constituent le fondement d'une réponse coordonnée à ces menaces pour l'intégrité du système financier et contribuent à l'harmonisation des règles au niveau mondial. Publiées en 1990, les Recommandations du

dernières contiennent de nombreux renvois aux Principes fondamentaux des organisations telles que le Comité de Bâle ou l'OICV et souligne ainsi dans un glossaire qui leur est annexé que « « Principes fondamentaux » désigne les « Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace » publiés par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, les « Objectifs et principes de la réglementation des commissions de valeurs » publiés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs, [...] ». Il est important de remarquer qu'aucun renvoi, même indirectement, n'est fait aux standards financiers. Cependant, et comme l'affirme le Professeur Bismuth, « dans la mesure où il n'est pas fait mention de la version de ces instruments, il est loisible d'avancer que cette référence constitue ce qui est désigné comme un renvoi « mobile » et qu'un amendements des Principes fondamentaux – et des autres standards auxquels ils renvoient – sera directement incorporé aux Quarante recommandations du GAFI »<sup>906</sup>. Toutefois, même dans le cadre d'une intégration des standards financiers à travers un renvoi mobile, les standards précisément relatifs aux agences de notation financière ne semblent pas être concernés. Effectivement, il ne relève pas de la mission de l'ONU d'encadrer ce type d'activité. La mise en place d'un contrôle international des agences de notation à travers ce dernier moyen est donc irréalisable.

### B) L'incorporation des standards financiers au sein des sources classiques du droit international

Pour aboutir à un contrôle international des agences de notation, il est nécessaire d'étudier la possibilité pour les standards financiers et, plus particulièrement, ceux concernant les agences de notation de s'intégrer aux sources classiques du droit international identifiées par l'article 38 du Statut de la Cour Internationale de Justice (CIJ). Dans ce cadre, il est utile de préciser que certains États ont parfois adopté les standards financiers comme normes de référence au sein de traités internationaux. A titre d'exemple, au sein d'un traité d'assistance financière entre les États-Unis et l'Afghanistan ayant pour objectif le développement du secteur privé au sein de l'économie, il est prévu que « la portée et la profondeur de la surveillance financière [...] comprennent [...] une surveillance bancaire de qualité conforme aux principes fondamentaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire »<sup>907</sup>. Même si l'incorporation des standards financiers au sein de traités

---

GAFI ont été révisées en 1996, 2001, 2003 et plus récemment en 2012 afin d'assurer qu'elles restent d'actualité et pertinentes. Elles ont vocation à être appliquées par tous les pays du monde. Source : <http://www.fatf-gafi.org/fr/>

<sup>906</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 661.

<sup>907</sup> *Strategic objective grant agreement between the United States of America and the Islamic Republic of Afghanistan for the strategic objective of a thriving economy led by the private sector*, 19 septembre 2005, annexe I, article IV (C)(1)(b). Traduction de l'auteur.

internationaux « reste pour le moment un phénomène très marginal [...] »<sup>908</sup>, il est toutefois possible d'imaginer un traité international faisant référence au Code de bonne conduite de l'OICV. Ainsi, dans le cadre d'un traité de surveillance des marchés financiers entre l'UE et les États-Unis, l'intégration des standards de l'OICV sur les agences de notation permettrait une convergence des points de vue et des objectifs poursuivis par les deux parties.

Les standards de l'OICV ou du Comité de Bâle ne sont pas juridiquement obligatoire ni contraignant. Pour Charles Freeland, ancien Secrétaire général du Comité Bâle, les instruments du Comité « ne sont pas contraignants dans un sens juridique »<sup>909</sup>. Mais cette position est paradoxale puisque dans le même temps, le Comité de Bâle indique que ses *Principes fondamentaux* « [...] constituent à présent la norme internationale *de facto* en matière de réglementation et de contrôle prudentiels »<sup>910</sup>. L'OICV abonde dans le même sens puisque son Président affirmait qu'elle était « devenue désormais l'instance normative incontestée en matière de régulation des marchés de valeurs mobilières »<sup>911</sup>. Le discours de ces institutions de coopération « [...] constitue en fait un point de départ idéal pour apprécier la dimension coutumière des standards financiers dans la mesure où elle tend à réaliser une dissociation entre les deux éléments, matériel et psychologique, qui caractérisent la coutume internationale, celle-ci étant définie [...] comme « la preuve d'une pratique générale, acceptée comme étant le droit »<sup>912</sup><sup>913</sup>. Pour ce qui est de l'élément matériel, il ne pose à priori pas beaucoup de problèmes. En effet, dans le cadre des standards il est nécessaire de se référer aux législations nationales les transposant ou encore à l'ensemble de leur utilisation par les organisations internationales comme peuvent l'être le FMI ou la Banque Mondiale. De ce point de vue, si le FMI ou la Banque mondiale n'ont pas transposé le Code de bonne conduite, les législations européenne et américaine l'ont fait en grande partie. Comme le soulignait Daillier et Pellet, la pratique doit également se manifester par une répétition des précédents dans le temps et dans l'espace<sup>914</sup>. Or, l'exigence de cette répétition ne pose pas de difficultés majeures, les Principes fondamentaux par exemple, n'ayant été révisés qu'une seule fois en dix ans<sup>915</sup>. En ce qui concerne la réalisation de l'élément spatial, il ne requiert pas l'existence d'une pratique unanime mais plutôt

---

<sup>908</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 671.

<sup>909</sup> FREELAND C., *The work of the Basle Committee*, Current Legal Issues Affecting Central Banks, Volume 2, Chapitre 19, mai 1994, p. 232. Traduction de l'auteur.

<sup>910</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Méthodologie des Principes fondamentaux*, octobre 2006, p. 1.

<sup>911</sup> OICV, *Communiqué final de la XXXIII Conférence annuelle de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs*, 29 mai 2008, p. 1.

<sup>912</sup> *Statut de la Cour internationale de Justice*, article 38(1)(b).

<sup>913</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 671.

<sup>914</sup> DAILLIER P., PELLET A., *op. cit.*, pp. 328-331.

<sup>915</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 673.

d'une pratique générale qui « comprenne les États particulièrement intéressés »<sup>916</sup>. Ainsi, « le fait que des États ne disposant pas d'un système financier développé n'appliquent pas les standards n'affecte pas l'existence d'une majorité représentative des États particulièrement intéressés, et n'est pas de nature à empêcher l'établissement d'une pratique nécessaire à la reconnaissance d'une coutume internationale »<sup>917</sup>. Là encore, les États-Unis et l'UE sont particulièrement intéressés puisque qu'ils regroupent la grande majorité des activités de notation (cf. tableau 1). Pour ce qui de la réalisation de l'élément psychologique, la situation est plus complexe. Pour que cet élément soit présent, il est nécessaire que « non seulement les actes considérés [... présentent] une pratique constante, mais en outre ils doivent témoigner, par leur nature ou par la manière dont ils sont accomplis, de la conviction que cette pratique est rendue obligatoire par l'existence d'une règle de droit. La nécessité de pareille conviction, c'est-à-dire l'existence d'un élément subjectif, est implicite dans la notion même d'*opinio juris sive necessitatis*. Les États intéressés doivent donc avoir le sentiment de se conformer à ce qui équivaut à une obligation juridique »<sup>918</sup>. A priori, l'adoption généralisée par les réglementations nationales ou régionales des standards financiers et les nombreux visas dans les préambules de ces réglementations faisant référence à ces mêmes standards sont de nature à mettre en exergue la nécessité de s'y conformer. A titre d'exemple, il est possible d'évoquer les discussions menées au sein du Parlement européen pendant la préparation de l'accord de Bâle II « qui démontrent à la fois que le Parlement tiendra pour acquis le nouvel accord sur les fonds propres auquel il conviendra de se conformer tout en tentant d'en influencer le contenu avant qu'il ne soit finalisé »<sup>919</sup>. De plus, « les nombreuses évaluations des réglementations nationales menées par le FMI et la Banque Mondiale dans le cadre du PESF et auxquels les États ont consenti peuvent être interprétées comme une acceptation par ces derniers d'une obligation juridique [...] »<sup>920</sup>. La seule base d'une *opinio juris* repose donc sur les éléments fournis par les processus de transposition dans les ordres juridiques internes et les opérations d'évaluation du FMI et de la Banque mondiale, base apparaissant instable, d'autant que pour le Code de bonne conduite de l'OICV, même si l'UE et les États-Unis ont repris en grande partie ses principes, aucune référence directe n'y est faite. De ce fait, comme le souligne le Professeur Mario Giovanoli « certains de ces standards, si ils gagnent une acceptation générale après une longue période de temps, pourraient éventuellement aboutir à l'établissement de certaines règles de droit international coutumier, à condition qu'une *opinio juris* reconnaissant le caractère contraignant finisse par se produire. Ce

<sup>916</sup> CIJ, *Affaire du Plateau continental de la Mer du Nord*, arrêt du 20 février 1969, CIJ Recueil 1969, p. 42.

<sup>917</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 673.

<sup>918</sup> CIJ, *Affaire du Plateau continental de la Mer du Nord*, *op. cit.*, p. 44.

<sup>919</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 674.

<sup>920</sup> *Ibid.*

processus peut, cependant, prendre beaucoup de temps »<sup>921</sup>. Régis Bismuth affirme d'ailleurs que « l'incertitude pesant sur l'intégration des standards à la coutume internationale et leur incorporation limitée au sein de traités internationaux nous amène à porter un regard critique sur les modalités de leur intégration au droit international. [...]. Si l'on arrive *in fine* à réintégrer les standards financiers au processus coutumier, c'est au prix d'une analyse tout aussi hasardeuse qu'hypothétique. Le rattachement des standards aux politiques du FMI, de la Banque Mondiale ou de l'ONU atteste qu'ils ont vocation à s'épanouir au sein d'espaces normatifs qui échappent à la matrice des sources classiques. »<sup>922</sup>.

Enfin, en droit international économique, la norme doit pouvoir fédérer autour de son assentiment l'ensemble des acteurs du droit international économique et elle doit également être à même de répondre à l'exigence de flexibilité exigée par la matière. Mme Lagelle indique donc qu'« en remplissant ces fonctions, les standards acquièrent une force normative, certes faible puisque naissante, mais bien réelle conduisant même à une force normative harmonisatrice »<sup>923</sup>. Elle explique cependant que la force normative des standards dépend de la qualité de ces sources. Ainsi, dans le cas de standards portés par une source de *soft law*, « la force normative des standards, bien que présente, est très affaiblie car ce type de source ne permet pas d'imposer aux parties contractantes un comportement »<sup>924</sup>. Toutefois, certains auteurs attribuent la force normative des standards financiers à d'autres sources et notamment à travers la manière dont elle est perçue par les destinataires. Ainsi, Mme Cheritat affirme que « c'est le degré de réception de la norme [...] par ses destinataires, qui semble déterminer l'intensité de [sa] force normative »<sup>925</sup>.

Les standards financiers sont sans conteste incorporés par l'ordre juridique international, il apparaît cependant compliqué d'affirmer qu'ils constituent des règles de droit international. Cette situation divise les auteurs qui ne s'entendent pas pour déterminer si les standards financiers peuvent réellement être considérés comme des normes ayant une valeur juridique. Pour certains, ils permettent de déresponsabiliser les acteurs économiques<sup>926</sup> et engendreraient un caractère « marchandable » du droit international, ce qui amènerait ainsi les acteurs à utiliser ces normes de

---

<sup>921</sup> GIOVANOLI M., *op. cit.*, 34. Traduction de l'auteur.

<sup>922</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 678.

<sup>923</sup> LAGELLE A., *op. cit.*, p. 317

<sup>924</sup> *Ibid.*, p. 317

<sup>925</sup> CHERITAT V., « La force normative de la formule notariale en droit », *La force normative. Naissance d'un concept*, Bruylant et LGDJ, Paris, 2009, p. 526.

<sup>926</sup> KLABBERS J., *Reflections on Soft International Law in a Privatized World*, Université d'Helsinki, 15 décembre 2006, p. 3.

manière aléatoire, notamment lorsqu'elles leur sont avantageuses<sup>927</sup>. D'autres considèrent cependant que ce type de droit est équivalent au droit traditionnel et qu'il crée des normes valables d'un point de vue juridique<sup>928</sup>. Il paraît cependant logique de conclure qu'« en l'absence de consensus formel, il est impossible de faire reposer la stabilité financière internationale sur une forme de droit non obligatoire, volontariste, comme celle qui est en vigueur pour les agences de notation de crédit »<sup>929</sup>.

Dans tous les cas, la technique juridique du standard offre un moyen convaincant pour la régulation du droit international économique et plus particulièrement dans le cadre du contrôle des agences de notation financière. Ainsi, « les standards permettent la régulation grâce à l'établissement d'un espace de tolérance, c'est-à-dire la mise en place d'un cadre au-delà duquel les acteurs du droit international économique ne doivent pas placer leurs actions. Cet espace de tolérance, qui apparaît comme moins stricte qu'une réglementation traditionnelle, permet d'apporter une réponse au besoin de régulation du droit international économique ». De plus, « la mise en place d'un tel espace de tolérance doit néanmoins s'accompagner de l'édition d'une obligation de moyens à l'encontre des sujets du droit international économique »<sup>930</sup>.

Toutefois, dans le cadre de la création d'un droit international de contrôle des agences de notation financière, outre la possibilité de passer par les standards financiers, une autre hypothèse est envisageable, celle d'une collaboration entre autorités de régulation.

## **Section II : Le rôle des autorités de régulation dans la création d'un droit international contraignant**

Que ce soit aux États-Unis avec la SEC ou au sein de l'UE avec l'AEMF, la présence de la puissance publique « prend de nouvelles formes avec le transfert d'importantes responsabilités normatives vers des autorités administratives indépendantes et des instances de régulation »<sup>931</sup>. La coopération internationale entre autorités de régulation existe dans de nombreux domaines tels que l'aviation<sup>932</sup>, la sécurité sanitaire<sup>933</sup> ou encore les télécommunications<sup>934</sup>, elle est peu présente dans

<sup>927</sup> *Ibid.*, p. 8-9.

<sup>928</sup> GRAZ J.-C., *La gouvernance de la mondialisation*, La Découverte, 2008, p. 37 et 43.

<sup>929</sup> MAHEU C., *op.cit.*, p. 597.

<sup>930</sup> LAGELLE A., *op. cit.*, p. 344.

<sup>931</sup> RUIZ FABRI H., « Immatériel, territorialité et État », *Archives de Philosophie du Droit*, n°43, 1999, p. 208.

<sup>932</sup> A travers la *Federal Aviation Administration*.

<sup>933</sup> KANUSKY R., « Pharmaceutical harmonization : Standardizing regulations among the United States, The Européen Economic Community and Japan », *16 HOUS. J. INT'L L.*, 1994, pp. 665 et s.

le domaine financier et pas du tout dans celui des agences de notation financière. Ainsi, pour déterminer une possible participation à la création d'un contrôle des agences de la part de ces autorités, il convient d'étudier dans quelle mesure celles-ci participent à l'action de l'État et si elles peuvent représenter la volonté de ce dernier dans le cadre du droit international (Paragraphe I). Si cette situation n'est pas satisfaisante dans la perspective de la création d'un contrôle international des agences de notation, une coopération entre autorités de régulation pouvant aboutir à un droit international peut être envisagée, mais ne sera pas forcément plus concluante (Paragraphe II).

### **Paragraphe I : Les autorités de régulation expriment-elles la volonté de l'État au regard du droit international ?**

Dans le cadre de cette analyse, il convient d'envisager l'action de l'État au sens large, c'est-à-dire à travers les organes ou entités qui lui sont distincts et qui repose sur des règles d'attribution. Ainsi, il est nécessaire d'étudier la place des autorités de régulation au sein des législations nationales (A). Cette étude permet de démontrer que ces autorités peuvent représenter l'État en droit international (B), mais qu'elles ne peuvent cependant pas exprimer sa volonté (C).

#### A) Les autorités de régulation au sein des législations nationales ou régionales

Les autorités de régulation « [...] ne rentrent dans aucune des catégories existantes du droit public »<sup>935</sup>, mais leurs pouvoirs sont cependant très étendus. Le Professeur Elizabeth Zoller indique à propos des *independent agencies* américaines, dont font partie les autorités de régulation, qu'elles « se voient conférer la panoplie complète de tous les pouvoirs gouvernementaux nécessaires à la conception et à la mise en œuvre des politiques publiques et de la régulation, en général. Elles exercent la fonction législative, investies qu'elles sont du pouvoir des règles de portée générale ; elles exercent la fonction exécutive de par les pouvoirs administratifs dont elles disposent pour faire exécuter leurs lois et règlements par la contrainte de sanctions, notamment pécuniaires ; elles exercent, enfin, la fonction judiciaire dans la mesure où elles sont juges des litiges qui les opposent à leurs administrés »<sup>936</sup>. Ce transfert des fonctions régaliennes<sup>937</sup> a été mis en relief par la Cour

<sup>934</sup> A travers l'*Union Postale Universelle*.

<sup>935</sup> CHEVALLIER J., « Réflexions sur l'institution des autorités administratives indépendantes », *La Semaine juridique. Édition générale*, 6 août 1986, n° 30.

<sup>936</sup> ZOLLER E., « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie », *Revue française de droit*

suprême américaine. Dans l'arrêt *Humphrey Executor* de 1935, la Cour suprême devait déterminer si le Président américain pouvait révoquer un membre d'une agence indépendante (en l'espèce la *Federal Trade Commission*) pour des motifs autre que ceux prévus par la loi et, dans la négative, si cette restriction était conforme à la Constitution américaine<sup>938</sup>. La Cour a alors affirmé que cette agence indépendante ne pouvait être considérée comme étant assujettie à l'exécutif, et a mis en relief le triple domaine de son champ d'action (exécutif, législatif et judiciaire)<sup>939</sup>. La SEC, en tant que *independent agency*, est dotée de l'ensemble des pouvoirs évoqués par le Professeur Elizabeth Zoller. Dans le système de régulation européen, l'AEMF dispose pleinement du pouvoir exécutif et de la fonction judiciaire, la fonction législative n'est cependant pas entièrement remplie par l'AEMF puisque son rôle consiste en l'élaboration de projets de normes techniques de réglementation qu'elle soumet ensuite à la Commission pour approbation<sup>940</sup>. Cette situation fait dire à Régis Bismuth que « les autorités de régulation financière combinent ainsi les différentes fonctions de l'état sur un espace matériel donné et disposent « d'une portion de l'autorité publique ». Ceci dépasse largement « un phénomène de fragmentation du pouvoir administratif », et que l'on pourra désigner de façon neutre comme constituant une fragmentation matérielle des fonctions de l'État »<sup>941</sup>. Alors que ces autorités de régulation apparaissent donc comme « des sortes de petits États sectoriels, en quasi-lévitiation par rapport à l'État traditionnel à la foi unifié et conçu sur la séparation des pouvoirs »<sup>942</sup>, il est nécessaire de déterminer dans quelle mesure l'ordre juridique international est à même d'appréhender la rencontre, à l'échelle internationale, de ces « petits États », et ce dans le but de mettre en œuvre un contrôle international efficace des agences de notation financière. Le droit

---

*administratif*, n°4, 2004, p. 758.

<sup>937</sup> Conseil d'État, *Sécurité juridique et complexité du droit*, Rapport public 2006, Études et documents n°57, p. 249.

<sup>938</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 129.

<sup>939</sup> Cour Suprême américaine, *Humphrey's Executor v. United States*, 295 U.S. 602 (1935) : « *The Federal Trade Commission is an administrative body created by Congress to carry into effect legislative policies embodied in the statute in accordance with the legislative standard therein prescribed, and to perform other specified duties as a legislative or as a judicial aid. Such a body cannot in any proper sense be characterized as an arm or an eye of the executive. Its duties are performed without executive leave, and, in the contemplation of the statute, must be free from executive control. In administering the provisions of the statute in respect of "unfair methods of competition" -- that is to say, in filling in and administering the details embodied by that general standard -- the commission acts in part quasi-legislatively and in part quasi-judicially. In making investigations and reports thereon for the information of Congress under 6, in aid of the legislative power, it acts as a legislative agency. Under § 7, which authorizes the commission to act as a master in chancery under rules prescribed by the court, it acts as an agency of the judiciary. To the extent that it exercises any executive function -- as distinguished from executive power in the constitutional sense -- it does so in the discharge and effectuation of its quasi-legislative or quasi-judicial powers, or as an agency of the legislative or judicial departments of the government* ».

<sup>940</sup> Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n°716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission*, *op. cit.*, art. 10 et s.

<sup>941</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 149.

<sup>942</sup> FRISON-ROCHE M-A., *Étude dressant un bilan des autorités administratives indépendantes*, Office parlementaire d'évaluation de la législation, Rapport sur les autorités administratives indépendantes, 15 juin 2006, p. 54.

international est en principe indifférent à l'organisation politique des États, « il s'est toutefois développé sur la base de structures étatiques unitaire et pyramidale, comme en témoigne les règles restrictives en matière de représentation et de conclusion des traités »<sup>943</sup>. Il est donc nécessaire de s'interroger sur la possibilité du droit international de s'adapter à l'éclatement des structures étatiques<sup>944</sup>, tout en soulignant que l'État en droit international est « une figure à géométrie variable, dont le tracé des contours dépend de la matière impliquée »<sup>945</sup>.

### B) La réglementation des États par les autorités de régulation en droit international

Les règles de droit international pertinentes en matière d'imputation ont fait l'objet d'une codification par la Commission du Droit International (CDI) à travers des travaux ayant abouti à une série d'articles sur la responsabilité des États. Ces articles, bien que ne pouvant constituer *per se* des règles de droit international, reflètent toutefois dans une large mesure le droit international coutumier<sup>946</sup>. L'Assemblée Générale des Nations-Unies leur a d'ailleurs donné une importance plus conséquente encore à travers sa résolution 56/83 du 12 décembre 2001 disposant que l'Assemblée Générale a pris « note des articles sur la responsabilité de l'État pour fait internationalement illicite présentés par la Commission du droit international » et « recommande à l'intention des gouvernements, sans préjudice de leur adoption éventuelle ou de toute autre mesure appropriée. »<sup>947</sup>. En matière d'attribution, les règles définies par la CDI distinguent les activités de l'État réalisées à travers ses organes et celles réalisées via des personnes morales distinctes de lui. Les deux cas sont applicables aux autorités de régulation, cependant les dispositifs juridiques applicables diffèrent. Dans le premier cas, il faut se référer à l'article 4 des travaux de la CDI disposant que « le comportement de tout organe de l'État est considéré comme un fait de l'État d'après le droit international, que cet organe exerce des fonctions législative, exécutive, judiciaire ou autres, quelle que soit la position qu'il occupe dans l'organisation de l'État, [...] ». Mais si l'hypothèse d'une autorité de régulation disposant d'une personnalité morale distincte est retenue, l'article 5 a alors vocation à s'appliquer. Cet article dispose que « le comportement d'une personne ou entité qui n'est

<sup>943</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p. 169.

<sup>944</sup> *Ibid.*

<sup>945</sup> FORTEAU M., « L'État selon le droit international : Une figure à géométrie variable ? », *R.G.D.I.P.*, 2007, n°4, p. 768.

<sup>946</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p.172.

<sup>947</sup> Assemblée générale des Nations-Unis, *Responsabilité de l'État pour fait internationalement illicite*, résolution 56.83, 12 décembre 2011, paragraphe 3.

pas un organe de l'État au titre de l'article 4, mais qui est habilitée par le droit de cet État à exercer des prérogatives de puissance publique, pour autant que, en l'espèce, cette personne ou entité agisse en cette qualité, est considéré comme un fait de l'État d'après le droit international ». Ainsi, « quelque soit son degré d'indépendance, [l'autorité de régulation] voit l'exercice de ses pouvoirs en matière de réglementation, d'autorisation, d'enquête et sanctions – prérogatives qui sont incontestablement de puissance publique – considéré comme des faits de l'État au regard du droit international »<sup>948</sup>.

Un autre domaine permet de démontrer le rattachement des autorités de régulation à l'État en droit international, il s'agit du domaine des immunités. Pour cela, il est nécessaire de déterminer, *rationae personae*, si les autorités de régulation font partie de l'État tel qu'il est appréhendé en droit des immunités. Ensuite, *rationae materiae*, il convient de s'interroger sur la possibilité pour les activités de régulation de ces autorités d'être couvertes par le droit des immunités.

*Rationae personae*, il est courant que les droits nationaux accordent l'immunité aux démembrements d'un État, même lorsqu'ils disposent d'une personnalité juridique distincte. En France par exemple, la jurisprudence considère qu'une émanation du pouvoir central, quel que soit son statut, a vocation à bénéficier de l'immunité de juridiction pourvu qu'elle agisse sur ordre et pour le compte de l'État étranger<sup>949</sup>. Cette jurisprudence a par la suite été confirmée par l'arrêt de la Cour de Cassation du 19 mai 1976<sup>950</sup> indiquant que « L'immunité de juridiction peut être invoquée par les États étrangers et par les organismes agissant par leur ordre ou pour leur compte pour les actes de puissance publique ou accomplis dans l'intérêt d'un service public. Dans cette affaire, la Cour devait statuer sur l'action formée contre la Banque du Japon à laquelle le demandeur imputait divers agissements notamment d'avoir, en violation des statuts du Fonds monétaire international, refusé d'approuver un contrat passé avec une firme japonaise. Les juges du fond, qui constatent qu'en vertu des lois japonaises, la Banque du Japon, lorsqu'elle agit comme chargée du contrôle des changes, le fait par ordre et pour le compte de l'État japonais, et estiment, par une interprétation souveraine des mêmes textes, que l'attitude de la Banque du Japon correspondait à l'objet même de la délégation de pouvoir qui lui avait été conférée par l'État, en déduisent justement que les agissements reprochés à la Banque étaient couverts par l'immunité de juridiction et ne pouvaient donner lieu à action devant les tribunaux français ». Aux États-Unis, le critère *rationae personae* est accepté de manière large par les textes. Ainsi, le Foreign Sovereign Immunities act de 1976 dispose

<sup>948</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p.176.

<sup>949</sup> *Ibid.*, p.178.

<sup>950</sup> Première chambre civile de la Cour de Cassation, *Banque du Japon*, pourvoi n°74-11424, 19 mai 1976.

que l'État se caractérise entre autre par « *an agency or instrumentality of a foreign state* »<sup>951</sup>, ces deux dernières devant être « *a separate legal person, corporate or otherwise* »<sup>952</sup> et être « *an organ of a foreign state or political subdivision [...]* »<sup>953</sup>. Cette législation fait donc bénéficier de l'immunité *rationae personae* l'ensemble des émanations de l'État. L'ensemble de cette analyse fait dire à Régis Bismuth qu'« [...], au regard du droit international tel qu'il a été codifié au sein de la Convention des Nations-Unies, l'ensemble des autorités de régulation des États bénéficient d'une immunité *rationae personae*, du fait de leur inclusion dans la définition de l'État prévue par la Convention »<sup>954</sup>. Pour ce qui est du critère *rationae materiae*, les travaux de la CDI ont repris la distinction opérée par les juridictions internes entre les actes de souveraineté (*juris imperii*) bénéficiant d'une immunité, et les actes de gestion (*jure gestionis*) n'en bénéficiant pas. Ainsi, la CDI exclue l'immunité pour les transactions commerciales effectuées par les États. Mais « l'exercice par les autorités de régulation du secteur financier de leurs pouvoirs en matière de réglementation, d'autorisation, d'enquête et de sanctions relèvent incontestablement des actes *juri imperii* couverts par l'immunité »<sup>955</sup>. Par conséquent, les autorités de régulation bénéficient d'une immunité souveraine dans l'exercice de leur mission de régulation.

Les autorités de régulation apparaissent donc à même de représenter l'État dans l'ordre juridique international. Toutefois, la représentation de l'État qu'opèrent les autorités de régulation semble trouver sa limite lorsqu'il s'agit d'exprimer la volonté de l'État. En effet, même si les autorités de régulation disposent d'une fraction politique de la volonté de l'État dû à l'indépendance qui leur est attribuée, il semble toutefois difficile que cette volonté soit considérée par le droit international comme la volonté de l'État.

### C) La difficulté pour les autorités de régulation d'exprimer la volonté de l'État

La difficulté pour les autorités de régulation de représenter l'État en droit international s'explique tout d'abord par le fait que les critères de la représentation sont plus formels puisqu'ils reposent sur une habilitation. Les personnes susceptibles d'engager la volonté de l'État dans l'ordre juridique international sont en principe de deux catégories : les représentants expressément habilités par l'État à agir en son nom et les représentants *ex officio*. Ces derniers, que le Professeur Kamto

<sup>951</sup> *Code of Laws of the United States of America*, Titre 28, partie IV, chapitre 97, paragraphe 1603, (a).

<sup>952</sup> *Ibid.*, Titre 28, partie IV, chapitre 97, paragraphe 1603, (b)(1).

<sup>953</sup> *Ibid.*, Titre 28, partie IV, chapitre 97, paragraphe 1603, (b)(2).

<sup>954</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p.181.

<sup>955</sup> *Ibid.*

qualifie « d'instances classiques de représentation de l'État en droit international »<sup>956</sup> sont habilités par le droit international à engager directement l'État sans la nécessité d'une habilitation formelle fournie par le droit interne<sup>957</sup>. Cependant, cette distinction « [...] peut être dépassée en considérant que le droit international requiert une habilitation du droit interne de l'État afin de considérer qu'une personne représente celui-ci et exprime sa volonté »<sup>958</sup>. Un assouplissement de ce critère d'habilitation en droit interne que le Professeur Kamto qualifie de « tendance contemporaine à l'élargissement de la représentation de l'État et des personnes ayant la capacité d'agir en son nom en droit international »<sup>959</sup> a pu être remarqué et a dans un premier temps été confirmé par le rapporteur spécial de la CDI estimant que « il semble indubitable qu'il y a, dans les domaines des actes unilatéraux, certains autres hauts fonctionnaires que le chef de l'État ou de gouvernement et le Ministre des Affaires étrangères qui *sont habilités à titre permanent* à engager l'État dans des domaines relevant de leurs compétences »<sup>960</sup>. Cependant, la dernière version des Principes directeurs sur les actes unilatéraux de la CDI dispose que d'autres « [...] personnes représentant l'État dans des domaines déterminés peuvent être autorisés à engager celui-ci, par leurs déclarations, dans des matières relevant de leur compétence »<sup>961</sup>. Cette évolution avortée fait dire au Professeur Bismuth qu'« en matière de représentation, [...] l'habilitation investissant la personne ou l'entité de *jus tractati* ignore donc un critère substantiel et fonctionnel se basant sur les compétences dans l'ordre juridique interne »<sup>962</sup>. Par conséquent, pour savoir si l'action des autorités de régulation peut être considérée dans l'ordre juridique international comme l'expression de la volonté de l'État, il faut déterminer si l'ordre juridique interne de leur État les a habilités. Or, en ce qui concerne l'AEMF, il n'existe aucune trace d'une habilitation délivrée par l'UE et le droit américain limite son habilitation aux secteurs bancaire et de l'assurance. Par conséquent, ni l'AEMF ni la SEC n'ont été habilités par leurs « États » respectifs à les représenter sur la scène juridique internationale.

Il apparaît donc difficile de ce point de vue qu'une collaboration entre autorités de régulation aboutisse à une législation internationale en matière de contrôle de agences de notation. Cependant,

<sup>956</sup> KAMTO M., *Volonté de l'État en liberté*, Collected Courses of the Hague Academy of International Law, 2004, p. 70.

<sup>957</sup> Nations-Unies, *Convention de Vienne sur le droit des traités*, 23 mai 1969, article 7(2) : « en vertu de leurs fonctions et sans avoir à produire de pleins pouvoirs, sont considérés comme représentants de leur État (a) les chefs d'État, les chefs de gouvernements et les ministres des affaires étrangères, pour tous les actes relatifs à la conclusion d'un traité ».

<sup>958</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p.186.

<sup>959</sup> KAMTO M., *op. cit.*, p. 76

<sup>960</sup> Nations-Unies, *Annuaire de la Commission du droit international*, Volume II, Première partie, A/CN.4/SER.A/1999/Add.1, 1999, p. 227.

<sup>961</sup> Nations-Unies, *Annuaire de la Commission du droit international, Rapport de la Commission à l'Assemblée Générale sur les travaux de sa cinquante-huitième session*, Volume II, Deuxième partie, A/CN.4/SER.A/2006/Add.1, 2006, p. 169.

<sup>962</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p.189.

d'autres pistes sont envisageables dans le but, pour les accords conclus entre autorités, de produire des effets juridiques en droit international.

## **Paragraphe II: Un droit international du contrôle des agences de notation financière par l'accord entre autorités de régulation ?**

Même si les autorités de régulation ne semblent par habilitées à représenter leur État sur la scène juridique internationale, il est nécessaire de s'interroger sur la possibilité pour un accord conclu entre elles de créer du droit international. Pour cela, il est nécessaire d'étudier la forme que peut prendre cet accord au regard du droit international.

De manière générale, avec le développement des accords entre autorités de régulation, un nouveau type de rapport conventionnel est apparu, d'autant plus que les statuts de l'OICV disposent que les autorités de régulation sont résolues à « coopérer ensemble à la promotion de normes élevées de réglementation [...] » et à « unir leurs efforts en vue d'établir des normes et une surveillance effective des opérations internationales sur valeurs »<sup>963</sup>. Il est cependant nécessaire de limiter l'étude de ces rapports à ceux conclus de façon spontanée sans l'entremise d'autres organes ou institutions de l'État, et sans lien avec un instrument susceptible de réaliser un rattachement direct avec le droit international. Il est également nécessaire d'exclure les accords évinçant tout effet juridique. L'objectif de ce travail étant d'étudier la possibilité de créer un droit international contraignant pour les agences de notation, un accord sans effet contraignant paraît peu utile à l'analyse, d'autant plus qu'il existe déjà au travers des codes de bonne conduite de l'OICV. L'analyse des rapports conventionnels entre autorités de régulation doit donc se faire à travers la perspective du droit des traités. Cependant, le Professeur Bismuth précise que « les accords entre autorités de régulation sont souvent vantés pour leur flexibilité et le caractère informel de leur conclusion, échappant ainsi au formalisme excessif qu'est censé imposer le droit des traités »<sup>964</sup>. Par conséquent, les accords entre autorités de régulation prennent généralement différentes formes telles que « convention », « déclaration commune d'intention » ou encore « *memorandum of understanding* ». Aucun de ces accords ne portent le nom de « traité »<sup>965</sup>. Or, le droit des traités n'est pas nominaliste et la Convention de Vienne définit le traité comme « [...] un accord international conclu par écrit entre États et régi par le droit international, qu'il soit consigné dans un instrument unique ou dans deux ou

<sup>963</sup> Voir le Préambule des Statuts de l'OICV

<sup>964</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p.213.

<sup>965</sup> *Ibid.*, p.214.

plusieurs instruments connexes, et quelle que soit sa dénomination particulière »<sup>966</sup>. De plus, les travaux préparatoires de la Commission de Vienne expliquent à propos des « mémorandums d'accord » ou des « *memorandums of understanding* » que s'ils « ne peuvent, à proprement parler, être appelés des instruments formels, [...] ils constituent incontestablement des accords internationaux soumis aux règles du droit des traités »<sup>967</sup>. Cette situation fait dire à Régis Bismuth que « dès lors, si la dénomination des accords entre autorités de régulation peut jouer un rôle psychologique dans leur conclusion, elle n'a aucun impact sur leur portée juridique »<sup>968</sup>. Par conséquent, les accords entre autorités de régulation ne sont pas à exclure de la perspective du droit des traités, d'autant plus que le contenu de ces accords traduit d'authentiques relations interétatiques. Le Professeur Hervé Ascensio a d'ailleurs souligné que ces accords internationaux « sont parfois présentés comme de véritables traités d'assistance juridique mutuelle »<sup>969</sup>. Ce point de vue pourrait être contesté du fait de l'utilisation fréquente de références au droit interne lors d'accords entre autorités de régulation. Ainsi, la Convention de coopération et d'échange d'information entre la Commission des opérations de bourse française et la Commission de supervision financière sud-coréenne indiquait que « la présente convention constitue un cadre de coopération entre les autorités et son application se fera en conformité avec les lois et règlements applicables en France et en Corée du Sud »<sup>970</sup>. Mais les références au sein d'accords entre États ne sont pas de nature à les soumettre au droit national. Selon Paul Reuter, il « arrive fréquemment qu'une situation juridique, tout en relevant dans son ensemble du droit international, soit soumise pour certains de ses aspects à des règles et notions de droit national – c'est là, au sens large du terme, un phénomène de renvoi très fréquent »<sup>971</sup>. L'essentiel est alors de déterminer le caractère « [...] juridique général qui s'applique « à titre principal », et c'est ce régime qui permet d'établir si l'acte conventionnel est un traité ou un contrat. »<sup>972</sup>. De plus, dans le cadre d'accords entre autorités de régulation, les enjeux de souveraineté sont récurrents. La plupart du temps, des clauses sont insérées dans les accords prévoyant les modalités par lesquelles les autorités de régulation peuvent réaliser des opérations d'inspection et de contrôle sur des filiales ou succursales d'institutions financières se trouvant à l'étranger. A titre d'exemple, l'accord entre la Commission Bancaire (CB) et la China Banking

<sup>966</sup> Nations-Unies, *Convention de Vienne sur le droit des traités*, *op.cit.*, article 2, paragraphe 1(a).

<sup>967</sup> Nations-Unie, *Projet d'articles sur le droit des traités et commentaires*, volume II, p. 204.

<sup>968</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p.218.

<sup>969</sup> ASCENSIO H., « L'interrégulation et les relations internationales entre États », *Presses de Science-Po*, 2005, p. 99.

<sup>970</sup> *Convention de coopération et d'échange d'information entre la Commission des opérations de bourse française et la Commission de supervision financière sud-coréenne*, 30 avril 2001, article 3, paragraphe 6.

<sup>971</sup> Nations-Unies, *Troisième rapport sur la question des traités conclus entre États et organisations internationales ou entre deux ou plusieurs organisations internationales*, volume II, 1974, p. 144.

<sup>972</sup> Nations-Unies, *Annuaire de la Commission du droit international*, A/CN.4/SER.A/1974/Add.1 (Part 1), Volume II, Première partie, p. 144.

Regulatory Commission (CBRC) dispose que « La CBRC (CB), en sa qualité d'autorité d'accueil, autorise la CB (CBRC) à effectuer des contrôles sur place de toute succursale ou filiale d'un établissement assujetti (institution financière) situé dans son ressort [...] »<sup>973</sup>. Ces règles permettent une forme de contrainte matérielle par un État sur un autre État à l'étranger. « Il est dès lors clair que de telles règles n'ont de sens qu'au regard de l'ordre juridique international, les accords entre autorités ont donc vocation à être régi par le droit international au sens de la Convention de Vienne de 1969, l'hypothèse d'un rattachement à un droit national ne pouvant être sérieusement retenue »<sup>974</sup>. Seul le droit international est susceptible de donner un écho à ces accords puisqu'ils ne peuvent être soumis ni à un droit interne ni à un droit transnational.

---

<sup>973</sup> *Accord entre la Commission bancaire et la China Banking Regulatory Commission concernant la coopération réciproque et l'échange d'informations pour le contrôle bancaire et prudentiel*, 24 mars 2005, article IV, paragraphe 1.

<sup>974</sup> BISMUTH R., *op.cit.*, p.228.

## Conclusion du Titre II

La contribution de systèmes juridiques partiels à la construction d'une régulation internationale des agences de notation financière est une possibilité à ne pas négliger. Les systèmes de contrôle européen et américain ont, à la suite de la crise financière de 2007, décidé de mieux encadrer l'activité des agences. L'UE, à travers trois règlements successifs, a construit un système juridique au sein duquel les agences ont été mises sous surveillance, et malgré certaines lacunes, il reste le plus aboutit en matière de contrôle des agences de notation. Le système américain s'est lui aussi amélioré après la crise, il n'a cependant pas donné les mêmes résultats. En effet, même si des avancées sérieuses sont à noter, les apports des nouvelles réglementations restent limités par certaines pratiques ou par des choix politiques. Dès lors, il est nécessaire de s'interroger sur la possibilité pour ces deux systèmes juridiques partiels d'établir les bases d'un contrôle international des agences de notation financière. Pour cela, il sera primordial de s'entendre sur un grand nombre de points, un premier pas relatif à l'enregistrement des agences pourrait cependant être fait.

N'est pas à exclure non plus la possibilité de la construction d'un droit international de contrôle des agences de notation financière par le biais des standards de l'OICV. Toutefois, cette solution pose un grand nombre de difficultés, d'autant plus que la doctrine reste divisée sur le fait que les standards financiers puissent réellement être considérés comme des normes ayant une valeur juridique. Reste en dernier lieu le rôle que peuvent jouer les autorités de régulation, rôle toutefois délicat.

## CONCLUSION GENERALE

Alors que les agences de notation jouent un rôle majeur sur les marchés financiers et que leur pouvoir y est incontestable, elles ont pendant longtemps fonctionné à travers un système d'auto-régulation. Ainsi, malgré un premier Code de bonne conduite rédigé en 2004 par l'OICV, elles n'étaient ni supervisées, ni contrôlées, que ce soit au niveau national, régional ou international. Pour illustrer au mieux cette situation, exemple en est de la Commission européenne qui, à la suite d'une résolution du Parlement européen lui demandant de se prononcer sur le besoin éventuel de propositions législatives dans ce domaine, a estimé en 2006 que la réglementation existante était adaptée. Elle affirmait ainsi être « [...] persuadée que ces directives [les directives existantes sur les services financiers applicables aux agences de notation] — associées à l'autoréglementation que les agences développeront sur la base du nouveau code de l'OICV — fourniront une réponse à tous les problèmes majeurs à propos desquels le Parlement européen avait exprimé des préoccupations »<sup>975</sup>. Charlie McCreevy, alors commissaire chargé du marché intérieur et des services, déclarait lui aussi : « [...] les agences de notation restent “sous surveillance”. Nous serons peut-être amenés à modifier notre approche en cas de non-respect des règles ou de nouveaux développements »<sup>976</sup>. A cette époque, les législateurs n'avaient donc pas conscience de la nécessité de contrôler l'activité des agences de notation. Cette conscience interviendra à la suite de la crise des subprimes, qui dans le cadre du contrôle des agences de notation financière marque un tournant majeur.

En effet, c'est à la suite de la crise financière de 2007, et sans tomber dans des solutions extrêmes comme celle proposée par le député Jean-Jacques Candelier<sup>977</sup>, que la nécessité de contrôler les agences de notation financière est apparue incontestable. Même si ces dernières n'étaient pas les seules responsables de la crise, elles y ont joué un rôle certain. L'économiste André Orlean explique par ailleurs qu'« en fait, l'autorité véritable, durant l'euphorie comme durant la crise, c'est le marché lui-même ; c'est de lui que dépendent les réputations et les profits ; c'est lui qui contraint les agences de notation. Ce que l'on peut reprocher à ces dernières, dans cette crise (des subprimes) comme dans les précédentes, c'est d'être toujours à la remorque du marché pour ce qui est des tendances de fond. Pour cette raison, ces agences n'ont eu aucun impact stabilisateur au cours de la

<sup>975</sup> Commission européenne, *Communication de la Commission sur les agences de notation (2006/C 59/02)*, *op.cit.*, paragraphe 4.

<sup>976</sup> *Marché intérieur : la Commission expose son approche concernant les agences de notation de crédit*, communiqué de presse, 9 janvier 2006.

<sup>977</sup> M. Jean-Jacques Candelier avait déposé le 3 juin 2015 une proposition de loi visant à interdire aux agences de notation de noter la dette souveraine française et ayant pour objectif de limiter « la capacité de nuisance des trois grandes agences de notation de dimension mondiale ».

période analysée. Elles ont conforté les évolutions du marché, à la hausse comme à la baisse »<sup>978</sup>. C'est donc à partir de cette période que le rôle de référence qu'avaient progressivement acquis les agences de notation a été de plus en plus remis en cause et que les législateurs ont décidé de les encadrer et de contrôler leur activité. Pour cela, l'UE et les États-Unis notamment se sont dirigés vers la mise en œuvre d'une réglementation englobant les problématiques inhérentes à l'activité des agences, à savoir principalement le manque de transparence, le caractère oligopolistique du marché, les conflits d'intérêts ou encore la mise en place d'une responsabilité. Ces réglementations, plus ou moins abouties, permettent d'envisager les bases et les possibilités d'un futur contrôle international des agences de notation financière.

En effet, même si les divergences existantes entre les réglementations européenne et américaine peuvent laisser penser à une diversité radicale et inconciliable, il ne faut pas se tromper. Le Professeur Pernazza affirme ainsi que « l'examen rapide de la diversité radicale des deux systèmes avant les législations de la dernière décennie suffit à mettre en évidence le processus de convergence en cours »<sup>979</sup>. Toutefois, cette convergence progressive des législations n'implique pas la formation d'une réglementation transnationale ou supranationale qui permette d'attribuer une valeur commune aux notations émises par n'importe quelle agence, quel que soit le pays dans lequel elle est enregistrée. Aussi, seule l'UE a construit un système qui peut amener, sous certaines conditions, à la reconnaissance d'une valeur juridique pour des notations de crédit produites par des agences enregistrées dans des systèmes que la Commission, sur avis de l'AEMF, considère comme équivalents. « En créant un système de régulation rigoureux et en constituant une autorité de surveillance, l'Europe a introduit un modèle alternatif - mais ouvert au dialogue - à celui des États-Unis qui, par tradition, dominait le secteur. Les effets de cette action ne manqueront pas de conditionner au plan global l'activité des agences de notation »<sup>980</sup>. Aussi, l'évolution législative du contrôle des agences de notation à travers le monde et principalement au sein de l'UE et des États-Unis, malgré des différences, est sans aucun doute positive. La même remarque n'est cependant pas possible au sein de l'ordre juridique international.

De manière générale, les Professeurs Pierre-Marie Dupuy et Yann Kerbrat notent que « bien que nous soyons en présence de modifications, voire de réformes législatives à plusieurs endroits dans le monde, nous croyons que la plupart des actions internationales postcrises sont toujours inefficaces, ne créant ni droits ni obligations et n'ayant ainsi que peu de valeur juridique »<sup>981</sup>.

<sup>978</sup> ORLEAN A., *La formation des bulles financières*, Session 1 - Crise, normes comptables et valeur des actifs, Actes du 13ème colloque de l'Association de comptabilité nationale, Insee Méthodes n° 125, 2-4 juin 2010, p. 31.

<sup>979</sup> PERNAZZA F., *op. cit.*, p. 22.

<sup>980</sup> *Ibid.*, p. 23.

<sup>981</sup> DUPUY P.-M., KERBRAT Y., *Droit international public*, 10e éd., Paris, Dalloz, 2010, p. 403.

Claudia Maheu<sup>982</sup> abonde dans le même sens en affirmant que « [...] les actions du Groupe des 20, du FMI, du Comité de Bâle ou de l'OICV, bien que ceux-ci dérogent à l'ultralibéralisme prôné depuis plus de 40 ans, ont tout de même plusieurs grandes lacunes : les initiatives internationales et multilatérales n'ont toujours aucune véritable valeur contraignante, [...] »<sup>983</sup>. En matière de contrôle des agences de notation, les faits ne viennent d'ailleurs que confirmer ces dires. Le seul texte existant dans l'ordre juridique international est le Code de bonne conduite de l'OICV ; et malgré le fait qu'il convienne à la problématique du contrôle international des agences de notation financière de par ses révisions l'ayant rendu précis et plus facilement applicable dans les ordres juridiques internes, il n'en reste pas moins un texte ne créant aucune obligation puisque n'étant pas contraignant. Il convient toutefois ne pas écarter la possibilité pour ce Code, considéré dans l'ordre juridique international en tant que standard financier, de devenir un jour une règle de droit international. En effet, si la doctrine se divise aujourd'hui sur la possibilité pour les standards financiers d'être des normes ayant une valeur juridique, la possibilité d'un consensus sur ce point est à envisager.

Ainsi, il ressort de la volonté de contrôler les agences de notation financière des initiatives nationales et régionales concrètes, elles ne restent toutefois pas harmonisées. Cela fait dire à certains auteurs que « [...] la communauté internationale ne serait arrivée à aucun consensus quant à la manière d'appliquer ces différentes réformes, par exemple, au sujet de la transparence et du contrôle des méthodes de notation, afin qu'elles puissent protéger le système financier international »<sup>984</sup>. Cette situation n'est cependant pas rédhibitoire. A titre d'exemple, alors que l'UE et les États-Unis disposent tous deux d'un système d'enregistrement des agences afin qu'elles puissent exercer sur leur territoire, il n'existe aujourd'hui aucune harmonie entre les critères d'attribution de cet enregistrement. Or, il apparaît logique de penser, et donc à terme d'envisager, qu'un enregistrement ou une agrégation universelle constituerait un premier pas fort vers l'harmonisation des réglementations. Cela permettrait d'éviter les duplications, les contradictions ou encore les impossibilités pratiques. De ce point de vue, le règlement européen du 16 septembre 2009, en introduisant une procédure d'équivalence sous condition avec le processus d'enregistrement d'autres États, a incité ces derniers à se doter à leur tour d'une réglementation sur les agences de notation, proche dans leurs principes des règles européennes. L'AEMF a ainsi agréé, par exemple, les réglementations américaine, australienne, canadienne, mais aussi celles de

---

<sup>982</sup> Claudia Maheu est avocate et son article « Le droit international et la réglementation des agences de notation de crédit : vers une réglementation universelle ? » lui a valu de recevoir le prix Ronald St-John Macdonald dans le cadre du 43ème congrès du Conseil canadien du droit international.

<sup>983</sup> MAHEU C., *op. cit.*, p. 589.

<sup>984</sup> *Ibid.*, p.603.

l'Argentine, du Brésil et du Mexique, de Hong-Kong et de Singapour. Il est dans ce cadre possible d'affirmer que l'harmonisation des réglementations américaine et européenne pourrait constituer un premier pas vers un cadre supra-étatique de réglementation des agences de notation financière. Il resterait dès lors à définir si ce sont les standards européens qui s'appliqueraient, ou ceux de la réglementation américaine potentiellement moins ambitieuse. Et encore, cette piste de réflexion serait parfaitement juste si il ne fallait pas également prendre en compte la montée des économies des pays émergents qui souhaitent changer la donne. Il serait donc nécessaire de s'accorder avant tout sur un système convenant à tout un chacun, hypothèse fort difficile mais qui mérite des questionnements.

Se pose également la question de l'évolution du droit international à travers la mise en place d'un contrôle effectif des agences de notation financière. Si la collaboration des autorités de régulation régionale et nationale apparaît bancaire du fait de la difficulté pour ces entités de représenter la volonté de l'État dans l'ordre juridique international, la possibilité de voir émerger un droit international économique issu de standards financiers n'est pas à négliger. Ce processus ne serait ainsi pas seulement bénéfique dans le cadre de la création d'un contrôle international des agences de notation, il le serait également dans le développement d'un droit international financier contraignant. « Puisque l'idée d'une réglementation universelle est difficilement accessible, nous croyons que de grands principes internationaux d'encadrement devront subsidiairement être mis en place et adoptés par les États, et que ces derniers pourront les adapter d'une façon qui réponde aux besoins locaux et qui soit agencée à leur cadre réglementaire spécifique »<sup>985</sup>. Dans le cadre des agences de notation, le développement des standards financiers s'est développé en réponse aux besoins des autorités de régulation nationales à la recherche d'un équilibre entre le maintien de la compétitivité de leur place financière et la nécessité d'une stabilité du système financier. Ces standards permettent aux institutions de coopération de se positionner comme des autorités internationales de standardisation pour les secteurs concernés. Ils constituent indubitablement la piste de réflexion la plus sérieuse pour un contrôle international efficace des agences de notation et plus largement une piste intéressante pour la construction d'un droit international économique plus efficace.

---

<sup>985</sup>*Ibid.*, p. 606.

## BIBLIOGRAPHIE

### Ouvrages :

- ATTALI J., *Survivre aux crises*, Fayard, 21 octobre 2009, p. 34.
- BISMUTH R., *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruylant, 2011, p. 294.
- CARREAU D., *Repères de droit international*, Dalloz, février 2017, p. 157.
- CARREAU D., JUILLARD P., *Droit international économique*, 5ème édition, Dalloz, 2013, p. 4.
- COFFEE J JR., *Gatekeepers: the Professions and the Corporate Governance*, Clarendon Lectures in Management Studies, 2006, p. 291.
- COLMANT B., DE CALLATAY E., DIEUX X.,... [ et al.], *Les agences de notation financière : Entre marchés et États*, Larcier, 2013, p. 50, 95-96, 98.
- DAILLIER P., PELLET A., *Droit international public*, LGDJ, 7ème édition, 2002, p. 511.
- DE POLIGNAC J-F., *La notation financière. L'approche du risque crédit*, Revue Banque, 12 mars 2002, p. 107.
- DOCKES P., LORENZI J-H., *Fin du monde ou sortie de crise ?*, Le cercle des économistes, Tempus, 24 septembre 2009, p. 26.
- GAILLARD N., *Les agences de notation*, La découverte, Repères n°547, février 2010, p. 56, 96.
- GERST C., GROVEN D., *TO B OR NOT TO B. Le pouvoir des agences de notation en question*, Village mondial, 2004, p. 135
- GRAZ J-C., *La gouvernance de la mondialisation*, La Découverte, 2008, p. 37, 43.
- KARYOTIS D., *La notation financière-Une nouvelle approche du risque*, Revue Banque, 1 décembre 1995, p. 158.
- KAUFMAN H., *The Road to Financial Reformation: Warnings, Consequences, Reforms*, août 2009, 260 p.
- OUROUSSOFF A., *Triple A : une anthropologue dans les agences de notation*, Belin, janvier 2013, p. 19.
- RICHARDSON M., WHITE L., *Fixing the rating agencies : Is Regulation The Answer?*, Financial Market, Institutions & Instruments, mars 2009, p.146.

- SIMON Y., *Notation et Agences de Rating, Economica*, 2017, p. 81, 132.
- SMITH A., *Recherche sur la nature et les cause de la richesse des Nations*, Paris, Guillaumin et Cie, 1843, p. 324.
- SUR S., *Relations internationales*, Montchrestien, 3ème édition, 2004, p. 288.

### **Articles de revue :**

- ALBERTINI D., « Une dégradation totalement injustifiée », *Libération*, 13 janvier 2012.
- ARNAUD A-J, « De la régulation par le droit à l'heure de la globalisation. Quelques observations critiques », *Droit et Société*, 1997, p. 18.
- ARTUS P., « La crise a aussi des conséquences favorables », *Falsh économique Natixis*, n°68, 14 février 2008.
- ARTUS P., « L'agence de rating chinoise (Dagong) a-t-elle raison ? », *Natixis, Flash* n° 430, 9 juin 2011, p. 9.
- ASCENSIO H., « L'interrégulation et les relations internationales entre États », *Presses de Science-Po*, 2005, p. 99.
- AUDIT M., « Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation », *Revue critique de droit international privé*, n°3, 21 novembre 2011, pp. 581-602.
- BECKER B., MILBOURN T., « How did increased competition affect credit ratings ? », *Journal of financial economics*, Volume 101, septembre 2011, pp. 493-514.
- BEKMEZIAN H., « Triple A : du catastrophisme à la résignation », *Le Monde*, 16 décembre 2011.
- BODART D., « Peut-on échapper aux agences de notation ? », *Moustique*, 24 janvier 2012.
- BOISSE S., « Les vraies raisons de la crise économique », <http://sboisse.free.fr>.
- BOI L., « L'Europe impuissante à se « désintoxiquer », *Les Echos*, 17 janvier 2017.
- BOLTON P., FREIXAS X., SHAPIRO J., « The Credit Ratings Game », *The journal of Finance*, Vol. LXVII, N°1, février 2012, p. 105.
- BONNER B., « Quand Paul Volker a sauvé le système », *La chronique agora*, 21 octobre 2015.
- BOUGUERRA F., « Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de rating », *Revue française de gestion*, 2008/2 (n°182), 2008, p. 71.
- BRONNEC T., « Sarkozy fait des agences de notation un bois émissaire », *l'Express*, 25 avril 2008.

- BURDEAU-BASTID G., « Les accords conclus entre autorités administratives ou organismes publics de pays différents », *Mélanges Reuter*, 1981, p. 116-117.
- CAVALIER Y., « Rating et agences tous risques », *La libre Belgique*, 2 janvier 2012.
- CHERITAT V., « La force normative de la formule notariale en droit », *La force normative. Naissance d'un concept*, Bruylant et LGDJ, Paris, 2009, p. 526.
- CHEVALLIER J., « Réflexions sur l'institution des autorités administratives indépendantes », *La Semaine juridique*, Édition générale, 6 août 1986, n° 30.
- CLERC L., « A propos des turbulences financières », *Débat économique n°4*, Banque de France, février 2008, p. 3.
- COLLARD F., « Les agences de notation », *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 2012/31 (n° 2156-2157), pp. 5-60.
- COLLARD F., « Au cœur des agences de notation », *La revue nouvelle*, février 2012, p. 87.
- COMENGE P., « Les agences de notation ; coupables idéales d'une crise « systémique » », *Le nouvel observateur*, Le plus, 13 juillet 2011.
- CONAC P-H., « L'autorité de régulation du marché financier américain : la Securities & Exchange Commission (SEC) », *LGDJ*, 2006, p. 190.
- COUILLARD P. (Premier ministre du Québec), « L'importance des agences de notation », <https://actualitegouvernementale.ca>, 23 mars 2016.
- DARBELLAY A., PARTNOY F., « Agences de notation et conflits d'intérêts », *Revue d'économie financière*, 2012/1 (n°105), pp. 311-312.
- DE CLERCK J., *Bâle III* : « Trop ou trop peu ? », <http://convention-s.fr>, 28 février 2013.
- DE FILIPPIS V., « Les agences de notation, un thermomètre en question », *Libération*, 11 mars 2011.
- DEGOS J-G., BEN HMIDEN O., « Le rôle et le pouvoir des agences de notation ont-ils changé au fil des accords de Bâle I, Bâle II et Bâle III ? », *Revue d'économie financière*, 28 avril 2015.
- DEGOS J-G., BEN HMIDEN O., E. HENCHIRI J., « Les agences de notation financières. Naissance et évolution d'un oligopole controversé », *Revue française de gestion*, 2012/8 (N° 227), pp. 45-65.
- DE LAROSIERE J., « *La crise financière actuelle. Pourquoi le système a-t-il déraillé ? Réflexions sur la titrisation* », *Crise financière : analyses et propositions, Revue d'économie financière*, 2008, p. 3.
- DE PASCALIS F., « Civil Liability of Credit Rating Agencies From a European Perspective:

- Development and Contents of Art. 35(a) of Regulation (EU) No 462/2013 », *University of Oslo Faculty of Law Legal Studies*, Research Paper Series No. 2015-05.
- DE VERGES M., « Les BRICS réclament leur agence de notation », *Le monde*, 17 octobre 2016.
  - DIENG C., « L'agence Moody's condamnée à 864 millions de dollars pour avoir créé la crise financière de 2008 », *Le Courrier Du Soir*, 15 janvier 2017.
  - DZIMWASHA T., « We'll create our own credit ratings agency », Zuma says », *African business*, 25 octobre 2016.
  - ETCHEVERRY M., « Dagong, l'agence de notation chinoise boudée par les Occidentaux », *RFI.fr*, publié le 16 janvier 2012 et modifié le 28 mai 2014.
  - FAUJAS A., LEMAÎTRE F., « Pascal Lamy : "Il faut une régulation contraignante" », *Le Monde*, 9 novembre 2008.
  - FORTEAU M., « L'État selon le droit international : Une figure à géométrie variable ? », *R.G.D.I.P.*, 2007, n°4, p. 768.
  - FREELAND C., « The work of the Basle Committe », *Current Legal Issues Affecting Central Banks*, Volume 2, Chapitre 19, mai 1994, p. 232.
  - FRIEDMAN T., « Don't mess with Moody's », *The New York times*, 22 février 1995.
  - GAILLARD N., « La responsabilité éthique des agences de notation », *Transversalités*, 2012/4 (N° 124), pp. 57-58.
  - GAVRAS P., « Le B.A.-BA des notes », *Finance & Développement*, mars 2012, pp. 36-37.
  - GILLET A., « Les législateurs européens mettent l'UE en garde contre l'interdiction des notations souveraines », *EURACTIV.com*, 1 mars 2012.
  - GIOVANOLI M., « A New Architecture for the Global Financial Market : Legal Aspects of International Financial Standard Settings », *International Monetary Law*, Oxford University Press, 2000, p. 34.
  - GOURGUECHON G., « Les agences de notation », 17 janvier 2012, p. 11.
  - GRESILLON Gabriel, « Le chinois Dagong veut jouer dans la cour des grands », *Les Échos*, 23 octobre 2012.
  - GURTNER B., « La crise économique-financière et les pays en développement », *Revue internationale de politique de développement*, 15 mars 2010.
  - HASSOUNE A., MEDVEDOWSKY A., « Pour une agence publique de notation », *La Tribune*, 18 octobre 2011.
  - IANKOVA E., POCHON F., TEÏÏETCHE J., « L'impact des décisions des agences de notation sur

- le prix des actions, une comparaison du cas français avec les cas européen et américain », *Économie & prévision*, 2009/2 (n° 188), pp. 1-21.
- JACQUE M., « Les agences de notation ont cru, à tort, que l'appartenance à la zone euro renforcerait la solvabilité d'un État », *LesEchos.fr*, 12 mai 2010.
  - JOURDAIN-FORTIER C., MICKLITZ H-W., « La transformation du droit international économique », *Revue internationale de droit économique*, 2012/2 (t. XXVI), p. 127.
  - KANUSKY R., « Pharmaceutical harmonization : Standardizing regulations among the United States, The Européen Economic Community and Japan », *16 HOUS. J. INT'L L.*, 1994, pp. 665 et s.
  - KERWER D., « Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies », *Governance, An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, volume 18, 13 juin 2005, p. 469.
  - KLABBERS J., « Reflections on Soft International Law in a Privatized World », *Université d'Helsinki*, 15 décembre 2006, pp. 3-9.
  - KRA R., « Bonne Gouvernance/ Révision à la hausse de la notation de la Côte d'Ivoire par l'agence Moody's : la ministre Kaba Nialé explique les enjeux pour le pays », *Abidjan.net*, 14 novembre 2015.
  - LACHEVRE C., « Scoop Ratings, une start-up qui bouscule modèle des agences de notation », *L'opinion*, 14 juillet 2015.
  - LAUER S., « Standard & Poor's sanctionnée six ans après le début de la crise financière », *Le Monde*, 21 janvier 2015.
  - LEJOUX C., « Agences de notation : ces stratups qui tentent de s'imposer aux cotés des « Big Three » », *La Tribune*, 9 août 2015.
  - LEWKOWICZ G., « Les agences de notation financière contre les États : une lutte globale pour le droit à l'issue incertaine », *Working Papers du Centre Perelman de Philosophie du Droit*, février 2013, pp. 32-33.
  - MAHEU C., « Le droit international et réglementation des agences de notation de crédit : vers une réglementation universelle ? », *Les Cahiers de droit*, volume 54, n° 2-3, 2013, p. 594.
  - MBLIMAN, « Crise du "subprime" : les agences de notation ont "incontestablement" été défaillantes, analyse Michel Prada », *www.lesechos.fr*, 20 février 2008.
  - MOOSA I. A., « Basel II as a casualty of the global financial crisis », *Journal of Banking Regulation*, Volume 11, 2010, pp. 95-114.

- MOUREY D., « De la crise financière,... à la crise réelle ? », [www.davidmourey.com](http://www.davidmourey.com), 24 août 2007.
- PARTNOY F., « How and why Credit rating Agencies are not like other gatekeepers », *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, 4 mai 2006, 45 p.
- PERNAZZA F., « La régulation des agences de notation financière aux Usa et dans l'UE : de l'opposition à l'équivalence ? », [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it), 21 mai 2010.
- PETIJEAN M., « De l'(in)utilité des agences de notation », *Regards économiques n°18*, septembre 2012, pp. 5-8
- POZEN R. C., CONROY B., « Crédit rating agency reform in the US and EU », *Harvard business school*, avril 2012, p. 1.
- QUENELLE B., « Standard and Poor's inflige un coup dur au plan anticrise de Moscou », *Les Échos*, 28 janvier 2015.
- RAIMBOURG P., « Les enjeux de la notation financière », *Revue française de gestion*, n°6/2003, p. 68.
- RALEIGH P., « L'Afrique notée : le rôle de la notation dans le développement des marchés financiers africains », *Revue d'économie financière*, n°116, avril 2014, pp. 236-237.
- RIFFLART C., « La crise immobilière aux États-Unis : l'éclatement de la bulle », *Crise financière : analyses et propositions*, *Revue d'économie financière*, 2008, pp. 2-3.
- ROUSSEAU S., « A Question of Credibility: Enhancing the Accountability and Effectiveness of Credit Rating Agencies », *Institut C.D. HOWE Institute*, commentary No. 356, juillet 2012, p. 4.
- RUIZ FABRI H., « Immatériel, territorialité et État », *Archives de Philosophie du Droit*, n°43, 1999, p. 208.
- SINCLAIR T. J., « Credit rating agencies and the global financial crisis », *Economic Sociology the European Electronic Newsletter*, Vol.12 (No.1), novembre 2010, p. 4.
- TE-LESSIA J., « Stanislas Zézé : « L'actif le plus précieux d'une agence de notation, c'est sa crédibilité » », *Jeune Afrique*, 5 février 2014.
- THEPOT-OLAGNE C., « Expertise et conflits d'intérêts : l'encadrement de la notation financière », *Prospective et stratégie*, 2012/1, pp. 90-104.
- THIBAUT H., « Avec l'agence de notation Dagong, Pékin veut diffuser sa vision financière du monde », *Le Monde*, 3 août 2011.
- THREARD Y., « Le jeu politiquement dangereux des agences de notation », *Le Figaro*, blog de Yves Thréard, 18 octobre 2011.

- UGEUX G., « La grève des agences de notation : de l'arrogance à la démission », <http://finance.blog.lemonde.fr>, 23 juillet 2010.
- ULLRICH H., « La mondialisation du droit économique : vers un nouvel ordre public économique. Rapport introductif », *Revue internationale de droit économique*, 2003/3 (t.XVII), p. 294.
- VERMENOUSE M., « L'influence de Dagond sur la zone euro », *France Europe Puissances, Industries et souveraineté*, 17 décembre 2012.
- ZOLLER E., « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie », *Revue française de droit administratif*, n°4, 2004, p. 758.

### **Articles de presse :**

- « Berlin veut une agence de notation européenne », *Le Monde*, 3 mai 2010.
- « Fillon, après la dégradation, la confrontation », *Libération*, 14 janvier 2012.
- Interview de Marc Touati, *Le Monde*, 29 avril 2010.
- « La crise mondiale frappe les plus vulnérables », UNESCO, 3 mars 2009.
- « Les agences de notation dans le collimateur de Christine Lagarde », *Le Monde*, 3 mai 2010.
- « L'UE appelle les agences de notation à être responsables », *LesEchos.fr*, 28 avril 2010.
- « Michel Barnier souhaite créer une agence de notation européenne », <http://lexpansion.lexpress.fr>, 30 avril 2010.
- « Qui paye les agences de notation ? », *La croix*, 18 octobre 2011.
- « Washington a-t-il appelé S&P pour faire dégrader la Russie ? », *LesEchos.fr*, 27 janvier 2015.

### **Rapports :**

- AMF, *Rapport 2005 sur les agences de notation*, 31 janvier 2006.
- AMF, *Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation*, 9 juillet 2010, p. 7.
- AMF, *Rapport 2010 de l'AMF sur les agences de notation*, 19 août 2011, p. 21.
- Banque mondiale, *Global development finance, I: review, analysis, and outlook*, 2009, Tableau 2.1, p. 40.
- Commission européenne, *Rapport sur les statistiques du déficit et de la dette publics de la Grèce*, COM(2010) 1 final, 8 janvier 2010.

- Commission européenne, *Commission staff working paper impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC on coordination on laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers*, {COM(2011) 747 final} {SEC(2011) 1355 final}, 15 novembre 2011, pp. 163-166.
- Commission européenne, *Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur la possibilité de créer un réseau de petites agences de notation de crédit*, {SWD(2014) 146 final}, 5 mai 2014.
- Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines*, COM(2015) 515, 23 octobre 2015.
- Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit*, COM(2016) 664 final, 19 octobre 2016.
- Commission européenne, *Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines*, COM(2015) 515 final, 23 octobre 2016.
- Conseil d'État, *Sécurité juridique et complexité du droit*, Rapport public 2006, Études et documents n°57, p. 249.
- Conseil de stabilité financière, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, Peer Review Report*, 12 mai 2014, p. 2.
- Cour des comptes européenne, *Rapport spécial : La surveillance, par l'UE, des agences de notation de crédit est bien en place, mais elle n'est pas encore totalement efficace*, 2015, point 55, p. 25.
- DE LAROSIERE J., *The high-level group on financial supervision in the UE, report*, 25 février 2009.
- ESPAGNAC F., DE MONTESQUIOU A., *Agences de notation: pour une profession réglementée*, Rapport d'information au Sénat n°598 (2011-2012), juin 2012, 242 p.

- Fitch ratings, *EU transparency report*, janvier 2012.
- FMI, *IMF International capital markets 1999 report*, septembre 1999, p. 193.
- FMI, *Global financial stability report, chapitre 3 : the uses and abuses of sovereign credit ratings*, octobre 2010, p. 85
- FRISON-ROCHE M-A., *Étude dressant un bilan des autorités administratives indépendantes*, Office parlementaire d'évaluation de la législation, Rapport sur les autorités administratives indépendantes, 15 juin 2006, p. 54.
- GAO, *Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, janvier 2012.
- KATIFORIS G., Parlement Européen, Commission économique et monétaire, *Rapport sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081(INI))*, 29 janvier 2004.
- Moody's, *Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2010*, 28 février 2011, p. 9.
- Moody's, *EU transparency report*, mars 2011.
- Nations-Unies, *Quatrième rapport sur le droit des traités*, volume II, 1965, p. 21.
- Nations-Unies, *Troisième rapport sur la question des traités conclus entre États et organisations internationales ou entre deux ou plusieurs organisations internationales*, volume II, 1974, p. 144.
- Nations-Unies, *Annuaire de la Commission du droit international, Rapport de la Commission à l'Assemblée Générale sur les travaux de sa cinquante-huitième session*, Volume II, Deuxième partie, A/CN.4/SER.A/2006/Add.1, 2006, p. 169.
- OICV, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, juillet 2000, 181 p.
- OICV, *Report On The Activities Of Credit Rating Agencies*, septembre 2003, pp. 10-11.
- OICV, *Statement of principles regarding the activities of credit rating agencies*, septembre 2003, 19 p.
- OICV, *Review of Implementation of the IOSCO Fundamentals of a Code of Conduct for Credit Rating Agencies, Consultation report*, février 2007, 18 p.
- OICV, *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, février 2011, 38 p.
- OICV, *Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest*, décembre 2012, 38 p.
- OICV, *Supervisory Colleges for Credit Rating Agencies*, juillet 2013, 15 p.
- OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, Consultation report*, février

- 2014, 18 p.
- Parlement européen, *Projet de rapport sur les agences de notation de crédit : perspectives d'avenir*, 24 novembre 2010, pp. 3-4.
  - RICOL R., *Rapport sur la crise financière*, Mission confiée par le Président de la République dans le contexte de la présidence française de l'Union européenne, Septembre 2008, pp. 27-64-65.
  - Sénat français, ARTHUIS J., *Rapport d'information fait au nom de la commission des finances sur la prise en compte de la dette publique dans les comptabilités nationales*, n°374, 31 mars 2010, p. 34.
  - Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Report of the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs to Accompany S. 3850, Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, S. Report No. 109-326, 109th Cong., 2d Sess. (Sept. 6, 2006) (“Senate Report”), p.1.
  - S&P, *EU transparency report*, mars 2011.
  - U.S. Securities and Exchange Commission, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, janvier 2003, pp. 9-15.
  - U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, septembre 2009.
  - US Securities and Exchange Commission, *2011 summary report of Commission staff's examinations of each nationally recognized statistical rating organization*, septembre 2011.
  - U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2012.
  - U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2013.
  - U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2014.
  - U. S. Securities and Exchange Commission, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, décembre 2016.
  - US Securities and Exchange Commission, *Annual report on nationally recognized statistical rating organization*, décembre 2016, p. 10.
  - U.S. Senate, *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Permanent subcommittee on Investigations, Committee on Homeland security and Governmental affairs, 13 avril 2011, pp. 304-305.

- VIENNE C., RUTTEN G., WATERSCHOOT K., Rapport à la chambre des représentants de Belgique, *Examen des circonstances qui ont contraint au démantèlement de la Dexia SA*, 23 mars 2012, pp. 194-197, 308.
- VIRALLY M., *La distinction entre textes internationaux de portée juridique et textes internationaux dépourvus de portée juridique (à l'exception des textes émanant des organisations internationales)*, rapport provisoire à l'Institut de droit international, session de Cambridge, Annuaire IDI, vol. 60-I, 1983, p. 297.

### **Textes internationaux :**

- Assemblée générale des Nations-Unis, *Responsabilité de l'État pour fait internationalement illicite*, résolution 56.83, 12 décembre 2011, paragraphe 3.
- OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, décembre 2004.
- OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, mai 2008.
- OICV, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, mars 2015, 17 p.
- *Statut de la Cour internationale de Justice*, article 38(1)(b).

### **Communications :**

- Commission européenne, *Communication de la Commission sur les agences de notation (2006/C 59/02)*, 11 mars 2006.
- Parlement européen, *Compte rendu de la Commission économique et monétaire*, audition publique, déposition de Susan Launi, 24 janvier 2012, p. 3.
- Roland Berger Strategy Consultants, *communiqué de presse*, 13 octobre 2011.

### **Documents divers :**

- *Accord entre la Commission bancaire et la China Banking Regulatory Commission concernant la coopération réciproque et l'échange d'informations pour le contrôle bancaire et prudentiel*, 24 mars 2005, article IV, paragraphe 1.
- AEMF, *Credit Rating Agencies, Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls*, 2 décembre 2013.
- AEMF, *ESMA censures Standard & Poor's for internal control failings*, 3 juin 2014, p. 1.

- AEMF, *ESMA fines Fitch Ratings Limited €1.38 million*, 21 juillet 2016, p. 1.
- AMF, *L'impact de la notation*, 31 janvier 2006.
- AMF, *Échanges entre l'Autorité des marchés financiers, la SEC US et la CFTC US sur les problématiques de régulation financière*, communiqué de presse, 14 septembre 2010.
- AREZKI R., CANDELON B., N. R. SY A., *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, IMF working paper, WP/11/68, mars 2011, p. 15.
- *Attorney General Cuomo Announces Landmark Reform Agreements With The Nation's Three Principal Credit Rating Agencies*, <https://ag.ny.gov/press-release>, 5 juin 2008.
- Banque de France, *Documents et débats*, n°4, mai 2012, p. 43.
- BASDEVANT J., *Dictionnaire de la terminologie du droit international*, Sirey, 1960, p. 654.
- Bureau international de l'information Département d'État des États-Unis d'Amérique, *Esquisse du système judiciaire américain*, 2004, p. 127.
- 
- CESE, *Avis du Comité économique et social européen sur la « Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit »*, 10 février 2011, paragraphe 1.2.
- CESR, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*. CESR/05/139b, mars 2005.
- Comité de Bâle, *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, janvier 1996.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, juin 2004, point 211.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Méthodologie des Principes fondamentaux*, octobre 2006, p. 1.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, décembre 2010.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : Ratio de liquidité à court terme et outil de suivi du risque de liquidité*, janvier 2013.
- Comité économique et financier, *Projet de conclusion sur la transparence et les agences de notation*, 25 juin 2008.
- Commission des communautés européennes, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit*, {SEC(2008) 2745} {SEC(2008) 2746}, 12 novembre 2008.

- Commission européenne, *Document de travail des services de la Commission. Résumé de l'analyse d'impact, Document accompagnant la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur le agences de notation de crédit, {COM(2010) 289 final} {SEC(2010) 678}*, 2 juin 2010.
- Commission européenne, *Public consultation on credit rating agencies*, 5 novembre 2010.
- Commission européenne, *Liste des agences de notations enregistrées conformément au règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit*, Juin 2011, p. 1.
- Commission européenne, *analyse d'impact accompagnant la proposition de règlement modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}*, 15 octobre 2011.
- Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, {SEC(2011) 1354 final} {SEC(2011) 1355 final}*, 15 novembre 2011.
- Conseil de stabilité financière, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 27 octobre 2010, 7 p.
- Conseil de Stabilité Financière, *Credit Rating Agencies Reducing reliance and strengthening oversight*, août 2013, p. 3
- *Convention de coopération et d'échange d'information entre la Commission des opérations de bourse française et la Commission de supervision financière sud-coréenne*, 30 avril 2001, article 3, paragraphe 6.
- G20, *Declaration on Strengthening the Financial System*, 2 avril 2009, p. 6
- GAILLARD N., *Remettre la notation financière à sa juste place*, Institut Montaigne, juillet 2012, pp. 17, 34-35.
- JEREMIC V., *Journée consacrée au rôle des agences de notation*, New York, 10 septembre 2013.
- KOSE M.A., LAKATOS C., OHNSORGE F., STOCKER M., *The Global Role of the U.S. Economy*, World bank group, Policy Research Working Paper 7962, février 2017, p. 2-5.
- Nations-Unies, *Annuaire de la Commission du droit international*, Volume II, Première partie, A/CN.4/SER.A/1999/Add.1, 1999, p. 227.
- Nations-Unie, *Projet d'articles sur le droit des traités et commentaires*, volume II, p. 204.
- Nations-Unies, *Annuaire de la Commission du droit international*, A/CN.4/SER.A/1974/Add.1 (Part 1), Volume II, Première partie, p. 144.
- OICV, *Resolution on the relocation of the IOSCO. General Secretariat to Madrid*, mai 1998.

- OICV, *Objectifs et principes de la régulation financière*, septembre 1998, p. 4.
- OICV, *Communiqué final de la XXXIII Conférence annuelle de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs*, 29 mai 2008, p. 1.
- OICV, *International cooperation in oversight of credit rating agencies*, mars 2009, 5 p.
- OICV, *A review of implementation of the IOSCO code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, mars 2009, 17 p.
- Securities and Exchange Commission, *Capital Requirements for Brokers or Dealers Under the Securities Exchange Act of 1934*, Release No. 34-39457 (17 décembre 1997), 62 FR 68018 (30 décembre 1997).
- Securities and Exchange Commission, *Concept Release : Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*, Release Nos. 33-8236; 34-47972; IC-26066; File No. S7-12-03, 28 juillet 2003.
- Securities and Exchange Commission, *SEC Proposes Rule Amendments to Remove Credit Rating References in Exchange Act Rules*, 2011-100, 27 avril 2011.
- *Strategic objective grant agreement between the United States of America and the Islamic Republic of Afghanistan for the strategic objective of a thriving economy led by the private sector*, 19 septembre 2005, annexe I, article IV (C)(1)(b).

### **Interventions :**

- PAQUET J., *Turbulences sur les marchés financiers : l'influence des agences de notation de crédit*, ENA Québec, septembre 2009, p. 8.

### **Site internet :**

- <https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma.fr/>
- <http://financedemarche.fr>
- <http://rmicri.org/en/about/>
- <http://www.fatf-gafi.org/fr/>
- <https://www.fimarkets.com>
- <http://www.fsb.org/what-we-do/about-the-compendium-of-standards/>
- <http://www.ifa-asso.com>
- [https://www.iosco.org/about/?subsection=about\\_iosco](https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco)

- <http://www.lesechos.fr>

### **Mémoires et thèses :**

- BEGON C., *Le rôle des agences de notation dans la crise de la dette européenne : Pouvoirs et insuffisances du rating souverain en zone euro*, IEP de Toulouse, 2011, p. 51.
- DUBOIS E., *La notation financière-Une convention au cœur des turbulences*, Institut d'études politiques de Grenoble, 2010.
- LABRECQUE S., *Les agences de notation dans la gouvernance financière internationale : quelle régulation ?*, Université d'Ottawa, École supérieure d'affaires publiques et internationales, 20 juin 2014.
- LAGELLE A., *Les standards en droit international économique*, Université Nice Sophia-Antipolis, Thèse de doctorat en droit soutenue le 30 novembre 2012, p. 124.
- PROROK J., *La responsabilité civile sur les marchés financiers*, Université Panthéon-Assas, Thèse de doctorat en droit soutenue le 31 mars 2016, pp. 497-521.

### **Colloques et conférences :**

- BOISSON DE CHOIZOURNES L., *Qu'est-ce que la pratique en droit international ?*, SFDI. La pratique et le droit international : Colloque de Genève. Paris : A. Pedone, 2004. p. 22.
- PRADA M., *Les agences de notation et la crise du crédit : Faux procès et vrais débats*, Colloque organisé par l'Institut Presaje, le Cercle France Amériques, Paris-X Nanterre et l'Association des Docteurs en droit, 12 décembre 2007.
- RENAN E., *Conférence « Qu'est ce qu'une nation ?*, La Sorbonne, 1882.

### **Textes de loi :**

- *Code monétaire et financier*, article L.632-7, paragraphe I.
- Commission européenne, *Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts*, 22 décembre 2003.
- Commission européenne, *Règlement délégué (UE) n°447/2012 de la Commission du 21*

*mars 2012 complétant le règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation aux fins de l'évaluation de la conformité des méthodes de notation de crédit, 21 mars 2012.*

- Congrès américain, *Securities Exchange Act of 1934*, public law 98-440, 3 octobre 1984.
- Congrès américain, *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, public law 109–291, 29 septembre 2006
- Congrès américain, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 10 janvier 2010.
- Congrès américain, *Securities Exchange Act of 1934 as amended through P.L. 112-158*, 10 août 2012
- Conseil de l'Union européenne, *Council conclusions on Transparency and Rating Agencies. 2882<sup>nd</sup> Economic and Financial affairs Council meeting*, Bruxelles, 8 juillet 2008.
- Nations-Unies, *Convention de Vienne sur le droit des traités*, 23 mai 1969.
- Parlement européen et Conseil, *Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)*, 12 avril 2003.
- Parlement européen et Conseil, *Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil*, 30 avril 2004.
- Parlement européen et Conseil, *Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte)*, 20 juin 2006
- Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n°716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission*, 15 décembre 2010.
- Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, 31 mai 2011.
- Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux*, 27 juillet 2012.

- Parlement européen et Conseil, *Règlement (UE) n°473/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro*, 27 mai 2013.
- Parlement européen et Conseil, *Règlement n°462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n o 1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, 31 mai 2013.
- Securities and Exchange Commission, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule*, 17 CFR Parts 240 and 249b, 18 juin 2007.

**Arrêts :**

- CIJ, *Affaire du Plateau continental de la Mer du Nord*, arrêt du 20 février 1969, CIJ Recueil 1969, p. 42.
- Cour de Cassation, Première chambre civile, *Banque du Japon*, pourvoi n°74-11424, 19 mai 1876.
- Cour Suprême américaine, *Humphrey's Executor v. United States*, 295 U.S. 602 (1935).

**Cours :**

- KAMTO M., *Volonté de l'État en liberté*, Collected Courses of the Hague Academy of International law, 2004, p. 70, 76.

## TABLE DES MATIERES

|                                                                                                                                |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Résumés et mots clés</b>                                                                                                    | <b>3</b>  |
| <b>Remerciements</b>                                                                                                           | <b>4</b>  |
| <b>Liste des abréviations</b>                                                                                                  | <b>5</b>  |
| <b>Sommaire</b>                                                                                                                | <b>7</b>  |
| <b>INTRODUCTION GENERALE</b>                                                                                                   | <b>8</b>  |
| <b>Titre I : Les limites de la régulation internationale des agences de notation financière par les instruments universels</b> | <b>36</b> |
| <b>Chapitre I : L'activité de notation : un contrôle difficile</b>                                                             | <b>36</b> |
| <b>Section I : Le marché de la notation, un mécanisme éprouvé</b>                                                              | <b>36</b> |
| <b>Paragraphe 1 : Le rôle des agences au sein du marché financier</b>                                                          | <b>37</b> |
| A) <u>La faible concurrence du marché de la notation</u>                                                                       | 37        |
| 1) <i>Les raisons d'un oligopole</i>                                                                                           | 37        |
| 2) <i>Un oligopole difficile à remettre en cause</i>                                                                           | 40        |
| a) <u>Des difficultés techniques</u>                                                                                           | 40        |
| b) <u>La contestation du monopole</u>                                                                                          | 42        |
| B) <u>Un pouvoir certain des agences de notation sur les marchés financiers</u>                                                | 44        |
| 1) <i>Un pouvoir reconnu par la grande majorité des acteurs financiers</i>                                                     | 45        |
| 2) <i>Les effets concrets de l'influence des agences de notation financière</i>                                                | 47        |
| a) <u>L'influence des agences de notation sur le marché obligataire</u>                                                        | 47        |
| b) <u>L'action des agences de notation et la titrisation</u>                                                                   | 48        |
| c) <u>L'influence des agences de notation sur le prix des actions</u>                                                          | 49        |

|                                                                                                         |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3) <i>La suspicion de conflits d'intérêts pèse en permanence sur les agences de notation financière</i> | 50        |
| a) <u>Le système de rémunération émetteur-payeur</u>                                                    | 50        |
| b) <u>Conflits d'intérêts et services accessoires</u>                                                   | 52        |
| c) <u>Un encadrement réduit des conflits d'intérêts</u>                                                 | 53        |
| <b>Paragraphe II : Des points de vue contradictoires sur l'activité de notation</b>                     | <b>54</b> |
| A) <u>Une fiabilité démontrée qui n'exclut pas les contentieux</u>                                      | 54        |
| 1) <i>La fiabilité certaine des agences de notation financière</i>                                      | 54        |
| 2) <i>Le développement des actions contre les agences de notation financière</i>                        | 58        |
| B) <u>Un contrôle difficile due à la qualification ambiguë de l'activité de notation</u>                | 62        |
| 1) <i>La notation est une simple opinion</i>                                                            | 62        |
| 2) <i>La puissance de la représentation</i>                                                             | 64        |
| <b>Section II : Les limites du contrôle dues à la pratique de l'activité de notation</b>                | <b>66</b> |
| <b>Paragraphe I : La crise financière de 2007 et le rôle joué les agences de notation</b>               | <b>66</b> |
| A) <u>Explication de la crise de 2007</u>                                                               | 66        |
| 1) <i>Les défaillances d'un système poussé à ses limites</i>                                            | 67        |
| 2) <i>Un retour à la réalité douloureux</i>                                                             | 70        |
| B) <u>Le rôle nuancé des agences de notation financière dans la crise de 2007</u>                       | 73        |
| 1) <i>La contribution des agences de notation à la crise de 2007</i>                                    | 73        |
| a) <u>Les insuffisances de la notation des produits structurés</u>                                      | 73        |
| b) <u>La qualité discutable des notations</u>                                                           | 75        |
| c) <u>L'effet du phénomène d'auto-réalisation</u>                                                       | 76        |
| 2) <i>Les agences de notation financière, un bouc-émissaire idéal</i>                                   | 77        |
| <b>Paragraphe II : Un processus de notation à sens unique</b>                                           | <b>80</b> |
| A) <u>Un dialogue contradictoire</u>                                                                    | 80        |
| B) <u>Des incompréhensions persistantes</u>                                                             | 81        |
| <b>Paragraphe III : Une libre gestion évidente des ressources humaines</b>                              | <b>84</b> |
| A) <u>Des analystes surchargés</u>                                                                      | 84        |

|                                                                                    |    |
|------------------------------------------------------------------------------------|----|
| B) <u>Une autonomie complète des agences en matière de formation des analystes</u> | 87 |
| C) <u>Une expérience à remettre en question</u>                                    | 89 |

## **Chapitre II : Quelles évolutions pour une régulation internationale des agences de notation financière ?** **91**

### **Section I : L'évolution contradictoire des standards internationaux** **91**

#### **Paragraphe I : Avant la crise de 2007, un contrôle inexistant des agences de notation** **92**

|                                                                                         |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| A) <u>Le libéralisme de l'OICV</u>                                                      | 92  |
| 1) <i>Les actions de l'OICV antérieures à l'adoption de son code de conduite</i>        | 92  |
| a) <u>La nature juridique de l'OICV</u>                                                 | 93  |
| b) <u>Les principes du libéralisme, cadre de l'action de l'OICV</u>                     | 94  |
| 2) <i>Les limites du code de bonne conduite de l'OICV de 2004</i>                       | 98  |
| B) <u>Les accords de Bâle I et II et le pouvoir grandissant des agences de notation</u> | 101 |
| 1) <i>Bâle I et le rôle implicite des agences de notation financière</i>                | 101 |
| 2) <i>Bâle II et l'institutionnalisation des agences de notation financière</i>         | 103 |

#### **Paragraphe II : La volonté de renforcer le contrôle des agences de notation financière après la crise de 2007/2008** **106**

|                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| A) <u>La révision ambitieuse du code de bonne conduite de l'OICV</u>               | 106 |
| B) <u>Le réexamen du contrôle international des agences de notation financière</u> | 109 |
| 1) <i>Un état des lieux encourageant</i>                                           | 109 |
| 2) <i>Les propositions</i>                                                         | 113 |

#### **Paragraphe III : Un dispositif qui reste contradictoire** **115**

|                                                                                                |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| A) <u>La révision du code de bonne conduite de 2015, un code renforcé</u>                      | 115 |
| B) <u>Les orientations différentes des accords de Bâle III</u>                                 | 117 |
| 1) <i>Les accords de Bâle III, des avancées ambiguës</i>                                       | 117 |
| 2) <i>Les accords de Bâle, une volonté contrariée</i>                                          | 119 |
| C) <u>Des difficultés de l'autorégulation à l'impossible contrôle des méthodes de notation</u> | 120 |
| 1) <i>Une autorégulation inefficace</i>                                                        | 121 |

|                                                                                                  |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 2) <i>Une liberté des méthodes de notation jamais remise en cause</i>                            | 122        |
| a) <u>La découverte tardive de l'enjeu lié aux méthodes de notation</u>                          | 122        |
| b) <u>Le refus constant du législateur de s'immiscer dans les méthodes de notation</u>           | 123        |
| <b>Section II : Les contraintes liées à la satisfaction des intérêts des États</b>               | <b>125</b> |
| <b>Paragraphe I : L'utilisation politique des agences de notation et les moyens d'y remédier</b> | <b>125</b> |
| A) <u>La politisation des agences de notation financière</u>                                     | 126        |
| 1) <i>Les agences de notation, des acteurs politiques ?</i>                                      | 126        |
| 2) <i>L'utilisation des agences de notation à des fins politiques</i>                            | 127        |
| B) <u>Une agence publique de notation internationale ?</u>                                       | 129        |
| <b>Paragraphe II : Les exigences des pays développement</b>                                      | <b>132</b> |
| A) <u>L'importance de la notation dans les pays en développement</u>                             | 132        |
| 1) <i>Un lien concret entre agences de notation et développement</i>                             | 132        |
| 2) <i>L'impact de la notation sur les États en développement</i>                                 | 134        |
| 3) <i>La solution des agences locales</i>                                                        | 136        |
| B) <u>Les initiatives des BRICS</u>                                                              | 138        |
| 1) <i>Le projet d'une agence de notation financière commune</i>                                  | 138        |
| 2) <i>Les initiatives de la Russie et de la Chine</i>                                            | 140        |
| a) <u>L'agence de notation financière russe</u>                                                  | 140        |
| b) <u>L'agence de notation financière chinoise</u>                                               | 141        |
| c) <u>L'influence de l'agence chinoise sur la notation internationale</u>                        | 142        |
| <b>Section III : Vers un meilleur contrôle des agences de notation financière</b>                | <b>144</b> |
| <b>Paragraphe I : Les évolutions possibles du système de notation</b>                            | <b>144</b> |
| A) <u>Les modèles le plus souvent évoqués</u>                                                    | 144        |
| 1) <i>Les limites du modèle investisseur-payeur</i>                                              | 144        |
| a) <u>L'abandon du modèle investisseur-payeur</u>                                                | 145        |
| b) <u>Le retour au modèle originel de l'investisseur-payeur</u>                                  | 145        |
| 2) <i>La création d'agences publiques de notation financière</i>                                 | 148        |

|                                  |                                                                                             |                |
|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
|                                  | a) <u>Les agences de notation publiques nationales</u>                                      | 149            |
|                                  | b) <u>L'agence européenne de notation</u>                                                   | 150            |
|                                  | B) <u>Les nombreux alternatifs</u>                                                          | 153            |
|                                  | 1) <i>Les modèles reposant sur une sélection des agences de notation</i>                    | 153            |
|                                  | 2) <i>Les modèles reposant sur d'autres sources de financement</i>                          | 156            |
|                                  | 3) <i>Des alternatives à la notation ?</i>                                                  | 159            |
|                                  | <br><b>Paragraphe II : L'évolution difficile du contrôle des agences de notation</b>        |                |
| <b>financière</b>                |                                                                                             | <b>160</b>     |
|                                  | A) <u>Les difficultés que présente le contrôle des agences de notation</u>                  | 162            |
|                                  | 1) <i>Le défaut de transparence des méthodologies utilisées par les agences</i>             | 163            |
|                                  | 2) <i>Le caractère aléatoire d'un contrôle renforcé des agences de notation financière</i>  | 165            |
|                                  | a) <u>Les limites de la mise en cause de la responsabilité des agences de notation</u>      |                |
| <u>financière</u>                |                                                                                             | 161            |
|                                  | b) <u>Les risques d'un excès de régulation</u>                                              | 163            |
|                                  | B) <u>Des approches différentes quant à l'évolution du contrôle des agences de notation</u> |                |
| <u>financière</u>                |                                                                                             | 166            |
|                                  | 1) <i>L'approche dite « réglementaire »</i>                                                 | 167            |
|                                  | 2) <i>L'approche dite « de marché »</i>                                                     | 168            |
| <br><b>Conclusion du Titre I</b> |                                                                                             | <br><b>171</b> |

**Titre II : La contribution de systèmes juridiques partiels à la construction d'une régulation internationale des agences de notation financière** **172**

**Chapitre I : Le contrôle européen des agences de notation financière : une évolution progressive vers l'exemplarité** **172**

**Section I : L'Union européenne et la mise en place d'un premier contrôle des agences de notation financière** **173**

**Paragraphe I : L'Union européenne et les agences de notation, un contrôle inexistant pour un impact réel** **173**

|                                                                                                                                          |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| A) <u>Une réglementation incidente</u>                                                                                                   | 173 |
| 1) <i>Des directives influençant l'encadrement des agences de notation</i>                                                               | 173 |
| a) <u>La directive sur les abus de marché</u>                                                                                            | 174 |
| b) <u>La directive sur l'accès à l'activité des établissements de crédit</u>                                                             | 174 |
| c) <u>La directive sur les marchés d'instruments financiers</u>                                                                          | 176 |
| 2) <i>L'intérêt relatif de l'Union Européenne pour les agences de notation financière</i>                                                | 176 |
| a) <u>Le rapport d'initiative de la Commission économique et monétaire sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit</u> | 177 |
| b) <u>La Communication de la Commission sur les agences de notation</u>                                                                  | 178 |
| B) <u>L'importance du rôle des agences de notation au sein de l'Union européenne</u>                                                     | 180 |
| 1) <i>L'institutionnalisation des agences de notation financière au sein de l'UE</i>                                                     | 180 |
| a) <u>Une institutionnalisation internationale</u>                                                                                       | 180 |
| b) <u>Les conséquences de l'institutionnalisation internationale des agences de notation au sein de l'UE</u>                             | 182 |
| 2) <i>Le rôle des agences de notation lors de la crise de la zone euro</i>                                                               | 184 |
| a) <u>La mise en cause des agences de notation financière à l'occasion de la crise grecque</u>                                           | 184 |
| b) <u>L'impact de l'activité des agences de notation financière dans la crise de la zone euro</u>                                        | 186 |

|                                                                                                              |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Paragraphe II : L'adoption du premier règlement européen en 2009</b>                                      | <b>188</b> |
| A) <u>Le règlement du 16 septembre 2009, un règlement innovant</u>                                           | 188        |
| 1) <i>La préparation du règlement du 16 septembre 2009</i>                                                   | 189        |
| 2) <i>La mise en place d'une procédure d'enregistrement des agences de notation</i>                          | 191        |
| B) <u>La régulation des conditions de notation</u>                                                           | 195        |
| 1) <i>Les avancées de la régulation</i>                                                                      | 195        |
| a) <u>La volonté de lutter contre les conflits d'intérêts</u>                                                | 195        |
| b) <u>L'effort vers plus de transparence</u>                                                                 | 198        |
| 2) <i>Les limites de la régulation</i>                                                                       | 199        |
| a) <u>Un contrôle limité sur la publication des notes</u>                                                    | 200        |
| b) <u>Une surveillance et des mesures de sanctions insuffisantes</u>                                         | 201        |
| <br>                                                                                                         |            |
| <b>Section II : Le renforcement du contrôle de l'Union Européenne sur les agences de notation financière</b> | <b>203</b> |
| <br>                                                                                                         |            |
| <b>Paragraphe I : L'AEMF, une institution centrale dans le contrôle des agences de notation financière</b>   | <b>203</b> |
| A) <u>La création de l'AEMF</u>                                                                              | 203        |
| 1) <i>L'organisation et les missions de l'AEMF</i>                                                           | 203        |
| 2) <i>L'utilité de l'AEMF</i>                                                                                | 205        |
| a) <u>La nécessité d'une harmonisation des règles</u>                                                        | 205        |
| b) <u>La simplification de l'architecture européenne de contrôle des agences de notation financière</u>      | 207        |
| B) <u>Le pouvoir exclusif de surveillance et de sanction des agences</u>                                     | 208        |
| 1) <i>Le pouvoir d'enregistrement, monopole de l'AEMF</i>                                                    | 208        |
| 2) <i>Le pouvoir complet d'investigation pour l'AEMF</i>                                                     | 210        |
| 3) <i>Un réel pouvoir de sanction</i>                                                                        | 212        |
| <br>                                                                                                         |            |
| <b>Paragraphe II : Un règlement incomplet</b>                                                                | <b>215</b> |
| A) <u>La nécessité de règlements délégués complémentaires</u>                                                | 216        |
| B) <u>Des lacunes persistantes</u>                                                                           | 217        |

**Section III : L'Union européenne devient un modèle en matière de contrôle des agences**

|                                                                                                            |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>de notation financière</b>                                                                              | <b>219</b> |
| <b>Paragraphe I : Les innovations du règlement n°462/2013</b>                                              | <b>219</b> |
| A) <u>La condamnation de la dépendance à l'égard des agences de notation</u>                               | 219        |
| 1) <i>Les investisseurs encouragés à procéder à leurs propres évaluations</i>                              | 220        |
| 2) <i>Éviter les références aux notations</i>                                                              | 223        |
| B) <u>La responsabilité civile des agences de notation financière</u>                                      | 227        |
| 1) <i>Un encouragement à la mise en œuvre d'une responsabilité civile</i>                                  | 227        |
| 2) <i>Une affirmation seulement formelle d'un principe de responsabilité ?</i>                             | 230        |
| <b>Paragraphe II : Des améliorations substantielles</b>                                                    | <b>234</b> |
| A) <u>L'adoption des mesures complémentaires nécessaires</u>                                               | 234        |
| 1) <i>L'amélioration de la prévention contre les conflits d'intérêts</i>                                   | 235        |
| 2) <i>L'objectif de développement de la concurrence</i>                                                    | 238        |
| 3) <i>Des notations souveraines enfin contrôlées</i>                                                       | 242        |
| B) <u>Quels approfondissements envisageables ?</u>                                                         | 246        |
| 1) <i>Des règles approfondies quant aux communications des notations</i>                                   | 247        |
| 2) <i>La poursuite de l'amélioration du contrôle européen des agences de notation financière</i>           | 248        |
| <br>                                                                                                       |            |
| <b>Chapitre II : L'évolution significative de la réglementation américaine</b>                             | <b>253</b> |
| <br>                                                                                                       |            |
| <b>Section I : La place particulière de l'activité de notation financière des États-Unis dans le monde</b> | <b>253</b> |
| <br>                                                                                                       |            |
| <b>Paragraphe I : L'influence mondiale de l'institutionnalisation américaine des agences de notation</b>   | <b>253</b> |
| A) <u>Une position institutionnelle très développée et pendant longtemps</u>                               | 254        |
| B) <u>L'impact sur le système économique mondial de l'institutionnalisation des agences aux États-Unis</u> | 257        |
| <br>                                                                                                       |            |
| <b>Paragraphe II : Des conditions propres aux États-Unis</b>                                               | <b>259</b> |

- A) L'impact important des agences de notation sur le marché financier américain 259
- B) L'importance de la pratique des transactions 262

**Section II : Les points essentiels de la réglementation américaine des agences de notation financière** **264**

**Paragraphe I : Le statut « Nationally Recognized Statistical Rating Organisations »** **265**

- A) Un statut contesté 265
  - 1) *Des conditions d'attribution arbitraires du statut NRSRO* 265
  - 2) *La remise en question des conditions d'attribution du statut NRSRO* 267
- B) Une nouvelle procédure d'obtention du statut NRSRO 269
  - 1) *L'éclaircissement des conditions de l'obtention du statut NRSRO* 269
  - 2) *Des interrogations persistantes* 272

**Paragraphe II : Les lacunes du Credit Rating Agency Reform Act** **273**

- A) Des avancées évidentes mais insuffisantes 274
  - 1) *Des évolutions certaines* 274
  - 2) *Les lacunes du CRARA* 276
- B) Les tentations pour le juge de mettre en cause la responsabilité des agences de

notation 276

**Section III : Le Dodd-Frank act, un dispositif réglementaire renforcé** **279**

**Paragraphe I : L'évolution vers une responsabilité civile** **279**

**Paragraphe II : Des avancées certaines** **281**

- A) La réduction des références réglementaires aux notes des agences 281
- B) La prévention des conflits d'intérêts 283
- C) Le renforcement du pouvoir de la SEC 284

|                                                                                                                                         |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Chapitre III : Vers un meilleur contrôle international des agences de notation financière</b>                                        | <b>287</b> |
| <b>Section I : Le contrôle international des agences de notation financière par le recours aux standards de l'OICV</b>                  | <b>287</b> |
| <b>Paragraphe I : Les standards comme instrument normatif</b>                                                                           | <b>288</b> |
| A) <u>La notion de standard</u>                                                                                                         | 288        |
| B) <u>La juridicité des standards du Comité de Bâle et de l'OICV</u>                                                                    | 290        |
| <b>Paragraphe II : L'accession des standards financiers à l'ordre juridique international</b>                                           | <b>293</b> |
| A) <u>L'incorporation des standards financiers dans le droit des organisations internationales</u>                                      | 293        |
| B) <u>L'incorporation des standards financiers au sein des sources classiques du droit international</u>                                | 295        |
| <b>Section II : Le rôle des autorités de régulation dans la création d'un droit international contraignant</b>                          | <b>299</b> |
| <b>Paragraphe I : Les autorités de régulation expression de la volonté de l'État au regard du droit international ?</b>                 | <b>300</b> |
| A) <u>Les autorités de régulation au sein des législations nationales ou régionales</u>                                                 | 300        |
| B) <u>La réglementation des États par les autorités de régulation en droit international</u>                                            | 302        |
| C) <u>La difficulté pour les autorités de régulation d'exprimer la volonté de l'État</u>                                                | 304        |
| <b>Paragraphe II: Un droit international du contrôle des agences de notation financière par l'accord entre autorité de régulation ?</b> | <b>306</b> |
| <b>Conclusion du Titre II</b>                                                                                                           | <b>309</b> |
| <b>CONCLUSION GENERALE</b>                                                                                                              | <b>310</b> |
| <b>Bibliographie</b>                                                                                                                    | <b>314</b> |

