

**La réponse de la *Securities and Exchange Commission* au risque de marché :  
l'encadrement de la notation**

***Ivan TCHOTOURIAN***

Maître de conférences (Université de Nantes)

Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)

Chercheur associé à la C.D.A.C.I. (Université de Montréal)

Membre de l'*Academy of Management* (Division SIM et ODC) et de l'*European Corporate  
Governance Institute*

3, rue du Maréchal Joffre

BP 34103, 44041 Nantes Cedex 1

Tél. : 02.40.30.60.23

Courriel : [ivan.tchotourian@univ-nantes.fr](mailto:ivan.tchotourian@univ-nantes.fr)

# La réponse de la *Securities and Exchange Commission* au risque de marché : l'encadrement de la notation

## Résumé :

Les agences de notation de crédit ont permis la banalisation des véhicules de titrisation. Elles ont sous-estimé la probabilité que les émetteurs de certains instruments financiers complexes ne puissent pas honorer leurs dettes. Elles ont tardé à refléter la détérioration du marché de leurs notes. Les agences de notation ont donc été en partie responsables de la tempête que traversent les places financières mondiales et ont exposé les entreprises à un risque sérieux de défiance. Alors que les entreprises doivent à l'heure actuelle maîtriser de multiples risques, celles-ci ont été les premières victimes des professionnels de la notation. Pour apporter une réponse au risque de la notation, les régulateurs tentent de réagir. Par l'intermédiaire de leur autorité boursière, les Etats-Unis ont été les premiers à modifier le cadre réglementaire de l'activité de la notation. C'est ce cadre réglementaire, adopté au premier trimestre 2009, qui fait l'objet du présent papier.

## Mots-clés :

Marché financier  
Risque  
Agences de notation  
*Securities and Exchange Commission*  
Réformes de la réglementation

« *[A] package of rules that would regulate the conflicts of interests, disclosures, internal policies, and business practices of credit rating agencies* » (SEC, *News Digest*, Issue 2008-113, 11 juin 2008)

**Un problème récurrent :** Les agences de notation considérées responsables de la situation actuelle (International Organization of Securities Commission (b), 2008 ; Mason et Rosner, 2007 ; Reiss, 2006 ; Hill, 2003), une réflexion profonde outre-Atlantique a été menée sur la nécessité de mettre en place une réglementation plus stricte de ces « *superpuissances* » (Whalen, 2008).

Toutefois, ce problème des agences de notation est loin d'être nouveau comme en témoigne la déclaration de M. Thomas L. Friedman de 1996 dans le quotidien *New York Times* que : « *There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful* ». Postérieurement à la signature en septembre 2006 du *Credit Rating Agency Reform Act*, l'autorité boursière américaine avait adopté une série de règles destinées à mettre en œuvre cette loi, dont les dernières ont été publiées en juin 2007<sup>1</sup>. La législation avait

---

<sup>1</sup> Préalablement à cette réforme, la SEC avait mis en place en 1975 une certification du métier de la notation qui s'articulait autour de plusieurs conditions à remplir pour toute agence éligible à ce statut. Alors qu'il avait été

défini le terme de « *Nationally Recognised Statistical Rating Organisation* » (NRSRO) et avait habilité la SEC à créer une fonction de reconnaissance de NRSRO aux entités qui en avaient fait la demande, à contrôler les agences en termes de préservation de la confidentialité des données auxquelles elles avaient accès, à recevoir des informations financières périodiques de leur part, à exiger la mise en place de politiques et procédures dont l'objet était de prévenir l'usage abusif d'informations confidentielles et à demander aux agences de divulguer et maîtriser les risques de conflits d'intérêts (Cantor et Packer, 1995). Le 27 septembre 2007, la SEC avait formellement reconnu sept agences en tant que NRSRO : *A.M. Best Company, Inc.* ; *DBRS Ltd.* ; *Fitch, Inc.* ; *Japan Credit Rating Agency, Ltd.* ; *Moody's Investors Service, Inc.* ; *Rating and Investment Information, Inc.* et *Standard & Poor's Ratings Services*.

**Une intervention de la SEC :** C'est dans un contexte économique et financier agité que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) s'est prononcée les 11 et 25 juin 2008 en proposant une réforme du dispositif législatif qu'elle a adopté au premier trimestre 2009 (SEC, 2009). La SEC met en place un encadrement de l'activité des agences de notation au travers principalement d'une gestion pertinente des conflits d'intérêts et d'un renforcement de la divulgation d'informations<sup>2</sup>. L'objectif énoncé par l'autorité de tutelle américaine des marchés financiers a été clair : améliorer la qualité du travail des agences de notation reconnues en tant que NRSRO en renforçant leur responsabilité, la transparence des informations et la concurrence dans l'industrie de la notation<sup>3</sup>. Pour atteindre ces objectifs, l'autorité financière nord-américaine a bâti un ensemble de règles autour des éléments-clés ci-après :

- Renforcement de la transparence et de la comparabilité des statistiques sur la performance des évaluations produites par les différentes agences de notation ;
- Consolidation du contrôle interne par de nouvelles exigences de *reporting* ;
- Réduction de la confiance excessive dans le dispositif réglementaire établi par la SEC en développant une surveillance accrue des investisseurs et en diminuant l'influence des notations ;
- Répondre aux difficultés nées de l'évaluation des produits de financement structuré<sup>4</sup> grâce à une gestion appropriée des conflits d'intérêts apparus dans la procédure d'évaluation de ces produits et à un accroissement de la divulgation des données qui les concerne et de celles portant sur les procédures et les méthodologies utilisées par les agences pour déterminer leur évaluation.

---

envisagé par les autorités américaines (Congrès, SEC) en 1997 l'adoption d'une procédure officielle de reconnaissance et de surveillance des agences reconnues NRSRO, ces projets n'ont pas été suivis d'effet.

<sup>2</sup> Parallèlement à l'initiative de la SEC, l'avocat général de l'Etat de New York a obtenu en juin 2008 un accord avec les trois principales agences américaines de notation qui prévoit des changements importants dans leur organisation et leurs opérations (Luchetti, 2008). Cet accord comporte diverses mesures visant à garantir la qualité de la procédure d'évaluation en imposant une divulgation accrue, à s'assurer de l'indépendance des agences par le biais d'une information annuelle des activités des agences en matière de produits de financement structuré et de réformes apportées au modèle traditionnel de rémunération de ces dernières.

<sup>3</sup> La SEC remarque que le nombre d'agences existantes sur le marché à l'heure actuelle (sept) est loin de celui qui était initialement prévu au moment de l'adoption du *Credit Rating Agency Reform Act* (trente) (SEC (a), 2008).

<sup>4</sup> Ces produits sont définis dans le texte de la SEC (SEC (a), 2008). Il s'agit notamment des ABS (*Asset-Backed Securities*), CMBS (*Commercial Mortgage-Backed Securities*), RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities*), CDO (*Collateralised Debt Obligation*), CDS (*Credit Default Swap*), ABCP (*Asset-Backed Commercial Paper*) et SIV (*Structured Investment Vehicle*).

**L'impact de la position de la SEC sur les discussions européennes actuelles :** Dans le cadre des réflexions menées aux échelons international, européen et français, la position américaine constitue une étape essentielle dont il convient de tenir compte.

En premier lieu, la Commission européenne a précisé *lato sensu* dans ses discussions quant à l'adoption de règles pour encadrer l'activité des agences de notation que le modèle américain sera utilisé comme source d'inspiration. De manière identique, force est de constater que les éléments centraux d'une réforme probable des agences de notation préconisés en France par l'Autorité des marchés financiers dans son rapport 2007 sur les agences de notation recourent pour l'essentiel les propositions de la SEC : gestion appropriée des conflits d'intérêts, transparence des décisions des agences relativement à la notation, mise en œuvre de nouvelles méthodologies ou changement des méthodes existantes et information complémentaire dans le domaine du financement structuré sur la volatilité, la sensibilité et la liquidité des actifs (AMF, 2008). En second lieu, dans un débat qui concerne le thème des agences de notation, l'évolution réglementaire nord-américaine est d'autant plus importante que les agences détenant près de 98 % du marché mondial de la notation de 6 milliards d'euros sont américaines : *Fitch, Moody's* et *Standard & Poor's*. En troisième lieu, ce sont les Etats-Unis qui ont *de facto* le monopole mondial de la labellisation des agences au travers du label NRSRO.

En dépit de cette influence nord-américaine qui se fait ressentir de manière globale sur les marchés financiers mondiaux (J.-H. Lorenzi, 2008), l'attitude américaine ne saurait constituer une fin en soi comme en témoignent les débats qui se situent sur la seule scène européenne à propos de la nécessité de rééquilibrer le marché de la notation (de Boissieu, 2008)<sup>5</sup> ou encore, de la création d'une labellisation des agences à l'échelon communautaire (de Boissieu, 2008).

Si les réformes du *Securities Act* de 1933 et du *Securities Exchange Act* de 1934 s'avèrent nombreuses<sup>6</sup>, ce sont celles poursuivant l'objectif d'accroître l'intégrité et l'objectivité des évaluations faites par les agences de notation qui vont être détaillées dans cet écrit. Ces dernières s'organisent autour de quatre pôles : limiter les situations de conflits d'intérêts (objectif qui apparaît comme central malgré son adoption partielle) – article 17g-5 du *Securities Exchange Act of 1934* – (1) ; accroître l'information des investisseurs et du marché financier par une augmentation sensible de la quantité des données divulguées (information sur la procédure et la méthodologie, sur les actions menées en matière d'évaluation et sur leurs dates) et par l'instauration d'une obligation de procéder à des enregistrements supplémentaires – article 17g-2 du *Securities Exchange Act of 1934* – (2) ; assurer un contrôle renforcé de la SEC par l'intermédiaire de la publication d'un nouveau rapport annuel – article 17g-3 du *Securities Exchange Act of 1934* – (3) et faciliter la construction d'outils statistiques de mesures plus performants – article 17g-2(a)(8) du *Securities Exchange Act of 1934* et *Form NRSRO*

---

<sup>5</sup> En dépit des arguments tenant au faible nombre d'agences de notation, des études révèlent que pas moins de 130 à 150 agences de notation existent dans le monde (SEC (f), 2008). Le professeur Lawrence White se montre plus prudent en ramenant ce nombre entre 35 et 40 (White, 2001). Toutefois, l'absence d'obtention de l'accréditation NRSRO empêche ces agences de notation d'accéder à une part significative du marché du *rating* (White, 2001).

<sup>6</sup> La réforme de la SEC s'articule en trois temps. Alors que les deux premiers axes (issus des propositions du 11 juin 2008) visent à renforcer l'intégrité de la procédure et de la méthodologie utilisées par les agences de notation et à différencier les symboles utilisés spécifiquement dans l'évaluation des produits de financement structuré (SEC (a), 2008), le troisième axe (issu de la proposition du 25 juin 2008) s'assure que les agences de notation offrent la possibilité aux investisseurs de se faire un jugement adéquat des risques et des limites attachés à la notation des produits de financement structuré (SEC (b) (c) (d), 2008).

*Instructions* – (4). La conclusion de cet article donnera l’occasion d’évaluer la pertinence de ces recommandations et d’aborder la légitimité d’une introduction de dispositions similaires dans la législation européenne (5).

« *L’étiau se resserre* » dans bien d’autres domaines que les conflits d’intérêts et la transparence : A côté des initiatives animées par la volonté d’asseoir l’intégrité des procédures et des méthodologies employées par les agences de notation, des réformes de la SEC répondent à une philosophie différente. Si certaines portent sur la mise en place d’un symbolisme spécifique dans le processus d’évaluation particulier qu’est celui des produits de financement structuré, d’autres ont pour objectif la diminution de la confiance excessive des investisseurs dans les notations publiées par les agences. En premier lieu, la SEC a souhaité le 16 juin 2008 modifier l’article 17g-7 du *Securities Exchange Act of 1934* (§ 240.17g-7) afin de rendre le *rating* des produits de financement structuré davantage transparent et s’assurer de la suffisance de l’information délivrée aux investisseurs sur les risques qu’ils présentent. Aussi, les agences de notation habilitées NRSRO évaluant un produit de financement structuré devront publier un rapport décrivant de quelle manière les procédures et les méthodologies, ainsi que les caractéristiques du risque de crédit, diffèrent des autres instruments qui sont notés. Dans le paragraphe (b) de cette disposition, la SEC met en place une alternative à cette publication qui consiste en l’utilisation de symboles de notation propres aux seuls produits de financement structuré (tel l’ajout d’un caractère distinctif à l’échelle de notation ou l’utilisation d’un symbole numérique)<sup>7</sup>. En second lieu, la SEC a proposé le 1<sup>er</sup> juillet 2008 une révision de ses règles au regard de l’utilisation des notations pour les obligations et les produits de financement structuré. Si jusqu’à présent la SEC ne faisait pas de distinction entre ces deux types de produits, elle estime aujourd’hui qu’il convient de revenir sur cette position. Conservant inchangées six règles internes s’appliquant aux fonds d’investissement qui imposent la délivrance d’une évaluation par une agence de notation, l’autorité boursière américaine élimine l’exigence d’une telle notation pour onze de ses règles<sup>8</sup> et de la remplacer par un nouveau standard (standard indiquant le niveau de risque) pour vingt-six de ses mêmes règles<sup>9</sup>.

### **1. Modification de l’article 17g-5 du *Securities Exchange Act of 1934* : mesures d’interdictions en vue de prévenir des conflits d’intérêts**

Dans une perspective économique, la relation qui s’établit entre les agences de notation et les entreprises et les investisseurs est une relation d’agence. Or, l’existence d’une telle relation entre agent et principal accroît sensiblement les problèmes (Smith et Walter, 2002 ; Fisch et Sale, 1993) au titre desquels figurent les conflits d’intérêts (Crockett, Harris, Mishkin et White, 2004). Aussi, la SEC apporte des amendements à l’article 17g-5 du *Securities Exchange Act of 1934* pour définir des interdictions afin d’éviter la survenance *ab initio* de certains conflits. La SEC

---

<sup>7</sup> La SEC se refuse cependant à définir les symboles qui pourraient être utilisés par les agences de notation.

<sup>8</sup> La nouvelle rédaction des articles 3a1-1 (§ 240.3a1-1), 10b-10 (§ 240.10b-10), 15c3-1 (§ 240.15c3-1f et § 240.15c3-1g), 15c3-3 (§ 240.15c3-3a Exhibit A), 101 (§ 242.101), 102 (§ 242.102), 300 (§ 242.300), 301 (§ 242.301) et des Formulaires ATS-R (§ 249.638), PILOT (§ 249.821) et X-17A-5 Part IIB (§ 249.617) du *Securities Exchange Act of 1934* élimine la référence à une notation (SEC (c), 2008).

<sup>9</sup> En plus de modifier de multiples dispositions du *Securities Act of 1933* et du *Securities Exchange Act of 1934* (SEC (b), 2008), la SEC propose de changer les règles suivantes du Chapitre II du *Code of Federal Regulations* : articles 2a-7, 3a-7, 5b-3 et 10f-3 du *Investment Company Act of 1940* (§ 270.2a-7, § 270.3a-7, § 270.5b-3 et § 270.10f-3) et 206(3)-3T du *Investment Advisers Act of 1940* (§ 275.206(3)-3T) (SEC (d), 2008).

exprime la volonté d'éviter le conflit d'intérêts qui se produit entre une agence de notation (ou une personne associée à une telle agence) et la société émettrice à qui l'agence a fait de précédentes recommandations. L'article 17g-5(c) est modifié afin d'ajouter un paragraphe (5) visant à interdire à une agence de notation d'évaluer une société pour laquelle elle a déjà fait des recommandations concernant sa structure légale, ses biens, ses responsabilités ou ses activités en tant qu'émettrices d'actions ou d'obligations. Sans exclure la possibilité d'interactions durant la procédure de notation, la SEC tente de limiter les pratiques qui remettent en cause l'objectivité et la qualité de la notation.

Par ailleurs, la SEC prohibe tout conflit d'intérêts relatif à la participation de certaines personnes dans les discussions portant sur le montant des honoraires. Elle met en place une séparation entre les personnes impliquées dans la procédure de notation et celles impliquées dans la négociation des honoraires. En ce sens, le paragraphe (c)(6)<sup>10</sup> est créé et interdit que les débats concernant les honoraires payés par une entreprise à une agence de notation soient menés par une personne qui fait partie simultanément de l'entreprise et de l'agence en charge de la notation ou du développement d'une méthodologie (qualitative ou quantitative) conduisant à une telle notation ... situation qui tend à faire douter sérieusement de l'objectivité des résultats de l'évaluation (SEC (a), 2008).

Enfin, la SEC complète l'article 17g-5 du *Securities Exchange Act of 1934* en y ajoutant le paragraphe (c)(7). Cette disposition interdit à ceux qui participent, qui surveillent ou qui approuvent le processus de notation d'une firme, de recevoir des cadeaux provenant de l'entreprise évaluée. Une seule exception est prévue par le texte qui concerne les cadeaux qui s'inscrivent dans un contexte de relations d'affaires normales (comme ce peut être le cas lors de « *meetings* ») et dont la valeur totale ne dépasse pas 25 dollars.

La gestion des conflits d'intérêts par la divulgation :  
des propositions en attente d'adoption

Bien que la SEC ait envisagé une modification des articles 17g-5(a) et 17g-5(b) pour imposer la divulgation et l'établissement de procédures spécifiques destinées à gérer un éventuel conflit d'intérêts, l'autorité financière américaine n'a pas encore adopté ces amendements. Cependant, visant essentiellement à tenir compte de la pratique, le contenu du futur texte ne sera sans doute pas en rupture avec les propositions de la SEC de juin 2008. Aussi, ces propositions peuvent être exposées.

La SEC proposait des mesures destinées à renforcer la divulgation des informations utilisées dans le processus de notation. La SEC apportait *a fortiori* une réponse aux problèmes apparus en matière de produits de financement structuré en augmentant, non seulement la quantité des informations publiées lors de la procédure d'évaluation, mais encore la concurrence entre agences. Pour ce faire, la SEC étendait la liste des conflits d'intérêts qui doivent être

---

<sup>10</sup> « *The nationally recognized statistical rating organization issues or maintains a credit rating where the fee paid for the rating was negotiated, discussed, or arranged by a person within the nationally recognized statistical rating organization who has responsibility for participating in determining credit ratings or for developing or approving procedures or methodologies used for determining credit ratings, including qualitative and quantitative models* ».

divulgués aux conflits liés à l'intervention répétée et rémunérée de spécialistes qui évaluent les produits de financement structuré. En plus de transformer le paragraphe (b)(9) de l'article 17g-5 en paragraphe (b)(10), un nouveau paragraphe (b)(9) identifiait le conflit d'intérêts suivant : « *issuing or maintaining a credit rating for a security or money market instrument issued by an asset pool or as part of any asset-backed or mortgage-backed securities transaction that was paid for by the issuer, sponsor, or underwriter of the security or money market instrument* ».

En parallèle, un nouveau paragraphe (a)(3), introduit à l'article 17g-5, précisait que l'information utilisée par les agences de notation pour évaluer les produits de financement structuré devait être rendue publique par des moyens qui assurent une large diffusion de celle-ci. Soulignant l'influence jouée dans la notation des produits de financement structuré par nombre d'« *arrangers* » qui avaient préalablement participé à la structuration de tels produits et des différentes tranches, la SEC désirait faire jouer pleinement la concurrence entre les agences pour avoir l'assurance que les évaluations ne seraient pas arrangées. De plus, en imposant une transparence et une visibilité accrue des procédures d'évaluation des produits de financement structuré, la SEC espérait diminuer les pressions qui pèsent sur les agences de notation existantes et favoriser l'apparition de nouvelles agences spécialisées sur de tels produits (notamment les agences qui ne sont pas encore été officiellement reconnues comme NRSRO) et la disparition corrélative de celles qui ne sont pas compétentes ou qui n'hésitent pas à truquer leurs résultats. Afin de s'assurer que ces objectifs seraient atteints, la SEC définissait l'information qui devait être divulguée dans les articles 17g-5(a)(3)(i)(A)<sup>11</sup> et 17g-5(a)(3)(ii)<sup>12</sup>, étant entendu que seule l'information permettant de générer une notation était prise en compte.

A propos des informations qui permettent la notation initiale, la SEC indiquait que celles-ci varient suivant la nature de l'offre (publique, privée ou *offshore*) et doivent inclure, notamment, les caractéristiques des actifs qui sous-tendent le produit financier structuré, les documents légaux établissant la structure du capital, les paiements prioritaires et tous les engagements applicables au regard des activités du *trust* (SEC (a), 2008).

A propos des informations qui permettent une surveillance de l'évaluation, la SEC imposait la divulgation publique d'informations concernant les actifs qui sous-tendent le produit financier structuré noté et ce, au moment où une telle information est transmise à l'agence de notation (SEC (a), 2008). Si cette information devait être définie par chaque agence de notation et qu'un risque de divulgation de « *trop peu* » d'informations est présent, la SEC estimait qu'il existe à l'heure actuelle un niveau minimum de standardisation de l'information servant à évaluer les produits de financement structuré et que les agences qui ne respectent pas ce minimum seraient sanctionnées par le marché en devant faire la preuve de la crédibilité de leur évaluation (SEC (a), 2008).

---

<sup>11</sup> « **All information** provided to the nationally recognized statistical rating organization by the issuer, underwriter, sponsor, depositor, or trustee that is used in determining the initial credit rating for the security or money market instrument, including **information about the characteristics of the assets underlying or referenced by the security or money market instrument, and the legal structure of the security or money market instrument** ».

<sup>12</sup> « **All information** provided to the nationally recognized statistical rating organization by the issuer, underwriter, sponsor, depositor, or trustee that is used by the nationally recognized statistical rating organization in undertaking credit rating surveillance on the security or money market instrument, **including information about the characteristics and performance of the assets underlying or referenced by the security or money market instrument** ».

## **2. Modification de l'article 17g-2 du Securities Exchange Act of 1934 : accroissement des informations mises à disposition des marchés financiers**

Il est classiquement admis qu'une des fonctions essentielles des agences de notation est de contribuer à l'efficacité des marchés financiers par la réduction des asymétries informationnelles existantes entre les entreprises et les investisseurs. Au regard de la complexité des produits de financement structuré et de l'opacité du marché en la matière (International Organization of Securities Commission (a), 2008), l'analyse des agences de notation évite aux investisseurs de supporter des coûts trop élevés d'obtention de l'information (le professeur Franck Partnoy doute toutefois de la contribution des agences de notation à la réduction des asymétries informationnelles : Partnoy, 1999). Aussi, la transparence de la notation et de son processus d'obtention est cruciale (Thaler et Sunstein, 2008). Constatant l'insuffisance de la situation actuelle, la SEC modifie l'article 17g-2 du *Securities Exchange Act of 1934* (§ 240.17g-2) exigeant des agences de notation ayant la reconnaissance NRSRO l'enregistrement de leurs affaires et la conservation de ceux-ci pendant un temps, ainsi que la conservation des enregistrements effectués dans le cours normal de leurs opérations d'affaires.

Premièrement, la SEC ajoute un paragraphe (8) à l'article 17g-2(a) du *Securities Exchange Act of 1934* afin d'imposer aux agences de notation de conserver un enregistrement daté et identifié par le nom de l'actionnaire ou de l'obligé de toutes les initiatives menées en matière de notation (évaluation initiale, diminution ou augmentation de celle-ci). En outre, l'autorité boursière américaine confirme sa volonté de divulguer « *toujours plus* » de données puisqu'elle prévoit que de tels enregistrements doivent être rendus publics sur le site internet de l'agence et ce, dans une base de données interactive compatible avec le *XBRL Interactive Data File*. En exigeant un seul et même format de l'ensemble des agences de notation (*XBRL Interactive Data File*), la SEC espère que l'information relative à l'évaluation des entreprises circulera efficacement et permettra aux utilisateurs une comparaison aisée des notations attribuées aux entreprises ... et, de ce fait, facilitera une concurrence effective des agences de notation et une augmentation corrélative de leur responsabilité. La SEC fixe à six mois le délai dans lequel les enregistrements doivent être nécessairement publiés. En d'autres termes, si les agences de notation doivent mettre à jour quotidiennement leurs évaluations des entreprises, ces dernières disposent au maximum de six mois pour y procéder (délai qui court à compter de la date de la dernière modification).

Deuxièmement, la SEC renforce le processus d'enregistrement utilisé par les agences de notation en accroissant son contrôle. L'autorité financière américaine propose en effet une rédaction nouvelle du paragraphe (a)(2)(iii) de l'article 17g-2 du *Securities Exchange Act of 1934* lorsqu'apparaît une différence importante (« *material* ») entre la notation finale et celle résultant de l'utilisation d'un modèle. Face à une telle situation, les agences de notation doivent procéder à l'enregistrement, pour chaque évaluation, des raisons qui justifient les différences observées entre la notation résultant du modèle quantitatif et celle finalement proposée, dès lors qu'un tel modèle est un composant substantiel de la procédure de notation<sup>13</sup>. Il appartient aux agences de notation de déterminer ce qui constitue non seulement un composant substantiel, mais encore une

---

<sup>13</sup> « *If a quantitative model was a substantial component in the process of determining the credit rating, a record of the rationale for any material difference between the credit rating implied by the model and the final credit rating issued* ».

différence importante entre l'évaluation finale et l'évaluation résultant d'un modèle quantitatif. Par le biais de cette réforme, les membres de la SEC voient leur possibilité de vérifier la procédure analytique d'évaluation d'une entreprise considérablement accrue. En l'absence d'une telle modification réglementaire, la SEC indique qu'elle reste impuissante à déterminer si les modifications opérées par les analystes résultent de l'application de facteurs qualitatifs appropriés et autorisés par la procédure mise en place par les agences de notation ou de l'influence excessive de certaines personnes recherchant l'attribution d'une note particulière ou encore, de justifications expressément prohibées par l'article 17g-6(a)(2) du *Securities Exchange Act of 1934* (il est interdit aux agences de notation de s'engager dans des pratiques injustes, abusives ou coercitives telles que celles consistant à évaluer une entreprise sans avoir de respect pour les procédures et les méthodologies établies par les agences de notation accréditées NRSRO).

Troisièmement, la SEC modifie l'article 17g-2(b)(8) du *Securities Exchange Act of 1934* pour exiger des agences de notation la conservation de toute communication qui contiendrait une plainte au sujet de la performance d'un analyste. Cette plainte peut viser l'un des aspects de l'évaluation : sa fixation initiale, son contrôle, son maintien, son changement ou sa suppression. L'objectif clairement assigné est de vérifier que les agences de notation apportent des réponses adéquates à d'éventuels conflits d'intérêts et que les modifications d'affectation des analystes ne sont pas liées à des arrangements entre les agences de notation et les entreprises qui désireraient obtenir une évaluation plus élevée que celle initialement proposée (SEC (a), 2008).

Quatrièmement, la portée de l'article 17g-2(b)(7) du *Securities Exchange Act of 1934* est clarifiée et étendue. La notion de contrôle (« *monitoring* ») est intégrée dans les données qui doivent être enregistrées dans la procédure de notation à côté de celles visant la détermination initiale, le maintien, le changement ou la suppression d'une évaluation. Jusqu'à présent, le texte de l'article 17g-2(b)(7) du *Securities Exchange Act of 1934* ne portait que sur l'enregistrement d'informations se rapportant à « (...) *initiating, determining, maintaining, changing, or withdrawing a credit rating* ».

### **3. Modification de l'article 17g-3 du *Securities Exchange Act of 1934* : renforcement des pouvoirs de contrôle de la SEC**

La SEC propose une évolution du dispositif réglementaire de l'article 17g-3 du *Securities Exchange Act of 1934* portant sur les multiples rapports qui lui sont transmis par les agences de notation.

Alors que la législation actuelle exige la divulgation, une fois par an (dans les 90 jours de la fin de l'année fiscale), des états financiers audités (et éventuellement des états financiers non audités de la société mère des agences de notation), d'un rapport non audité des catégories de recettes des agences de notation, de la rémunération des analystes et d'une liste des clients des agences de notation, la SEC ajoute un rapport à cette liste. Le paragraphe (a)(6) de l'article 17g-3 du *Securities Exchange Act of 1934* exige des agences de notation un rapport annuel détaillant le nombre d'actions de notation qui ont été entreprises (augmentation, diminution, placement sous surveillance en vue d'une future augmentation ou diminution) durant l'année fiscale dans chaque catégorie de biens pour laquelle l'agence de notation est enregistrée NRSRO. La SEC entend ainsi faciliter la détection de pratiques contestables adoptées par certaines agences en mettant en lumière les variations significatives dans la notation des différents biens (SEC (a), 2008).

#### **4. Modification du « Form NRSRO Instructions » : recherche de nouveaux outils statistiques et augmentation de la transparence de la procédure de notation**

Les instructions concernant le formulaire auxquelles sont soumises les agences de notation habilitées NRSRO (« *Form NRSRO Instructions* » du § 249b.300 du *Securities and Exchange Act of 1934*) se trouvent modifiées en vue d'améliorer la qualité et l'utilité des informations qui y figurent. Dans ses propositions du 16 juin 2008 récemment adoptées, la SEC requiert des agences de notation deux informations supplémentaires à celles imposées par la *Section 15E* du *Securities Exchange Act of 1934* : l'une concerne les éléments composant les statistiques mesurant la performance des entreprises (4.1.), l'autre concerne les méthodologies employées par les agences lors des évaluations des différentes entreprises (4.2.).

##### **4.1. Mesures destinées à développer des instruments innovants de mesure de la performance des entreprises**

La rédaction de l'article 17g-2(a)(8) du *Securities Exchange Act of 1934* proposée par la SEC donne l'opportunité aux investisseurs et au marché financier de bénéficier d'une information présentant l'historique des initiatives en matière de notation. En publiant cet historique, la SEC souhaite que de nouveaux instruments statistiques de mesure de la performance des entreprises soient développés pour remplacer ceux existant (SEC (a), 2008).

La SEC confirme cette volonté de construire de meilleurs outils de mesure des évaluations en modifiant le point H. des « *Instructions For Specific Line Items* » du formulaire NRSRO (*Item 9, Exhibit 1* du *Form NRSRO Instructions*). Trois modifications étendant la portée de l'information bénéficient aux utilisateurs des notations et aux investisseurs sont envisagées. La première est l'exigence de divulguer le *rating* effectué par une agence de notation enregistrée NRSRO ou qui recherche cet enregistrement sur une base « *class-by-class* », c'est-à-dire, en identifiant séparément chaque catégorie de biens. La seconde est la fixation de délais pour la publication des statistiques quant à la performance des évaluations. En ce sens, la SEC propose une divulgation tous les un, trois ou dix ans et ce, pour chaque catégorie de biens. La troisième est consacrée aux actions de notation des agences qui sont incluses dans les statistiques de mesure de la performance. Pour éviter les manipulations auxquelles pourraient se livrer les agences de notation, les augmentations de notes sont désormais incluses dans les statistiques au travers du remplacement des termes « *down-grade and default rates* » par « *ratings transition and default rates* », ainsi d'ailleurs que les défauts d'évaluation qui résulteraient de la suppression de notes.

##### **4.2. Mesures destinées à accroître la transparence des méthodologies d'évaluation**

La SEC réforme le *Form NRSRO* en obligeant à rendre public, de manière suffisamment détaillée, les procédures et les méthodologies qui sont utilisées pour déterminer une notation (*Item 9, Exhibit 2* du *Form NRSRO Instructions*). Plus précisément, l'autorité américaine ajoute de nouvelles informations sur la procédure d'évaluation<sup>14</sup> des produits de financement structuré :

---

<sup>14</sup> Les informations suivantes sont maintenues : la description des politiques suivies par les agences de notation reconnues NRSRO pour déterminer les notations initiales, les sources d'information publiques et non-publiques

si, et comment, l'information concernant la vérification qui a eu lieu sur les actifs sous-jacents joue un rôle dans le processus de notation de ces produits ; si, et comment, l'estimation qualitative de celui à l'origine des actifs sous-jacents est prise en compte dans l'évaluation de ces produits ; quelle est la fréquence de révision des notations et de quelle manière les changements apportés aux modèles qualitatifs ou quantitatifs d'évaluation sont incorporés dans la procédure de surveillance de la notation de ces produits.

## **5. Conclusion : l'adaptation du droit américain (imparfaite ?) des agences de notation à une complexité financière croissante**

La SEC fournit diverses pistes pour encadrer l'activité des agences de notation. Cette intervention s'avérerait plus que jamais indispensable de leur rôle essentiel dans le fonctionnement des marchés financiers (Micu, Remolona et Wooldridge, 2004 ; Gonzales, 2004 ; François-Heude et Paget-Blanc, 2004)<sup>15</sup>. Tout d'abord, les notes obtenues ont des conséquences sur les conditions de financement d'une entreprise en aidant une structure émettrice à mieux négocier son financement et à obtenir ce dernier à un moindre coût (Bouguerra, 2008). Ensuite, l'opinion des agences de notations est considérée par les investisseurs comme un élément d'aide à la décision pour l'allocation de leurs actifs. En raison de la complexité des instruments de transfert de risques de crédit<sup>16</sup>, la décision d'investissement repose aujourd'hui grandement sur l'évaluation qui est fournie par les agences de notation (Karyotis, 2000). Par ailleurs, les agences de notation fournissent un gage de certification exploité par les professions financières pour décider de l'intégration ou de l'exclusion d'un titre dans un portefeuille. Enfin, les agences de notation ont un impact « *légal* » dans la mesure où elles évitent aux entreprises une éventuelle mise en œuvre de leur responsabilité et réduisent, en conséquence, les coûts judiciaires qui y seraient liés (Coffee, 2006).

En parallèle, le poids de la notation est devenu tel que les agences se sont vues reconnaître des pouvoirs quasi-réglementaires. Aux Etats-Unis, un fonds de pension n'a ainsi pas le droit d'investir en dehors de certaines notes délivrées par les agences. Au plan européen, les régulateurs imposent aussi la prise en considération de la notation. La méthode de calcul des fonds propres des banques issue de la réforme du ratio de solvabilité bancaire (« *Bâle 2* ») intègre les notations externes produites par les agences<sup>17</sup>.

---

utilisées pour fixer des notes aux entreprises y compris les analyses fournies par la tierce-partie vendeuse, et les modèles qualitatifs, quantitatifs et métriques auxquels il est fait recours pour donner une note.

<sup>15</sup> Concernant les produits de financement structuré, les données récentes reflètent l'ampleur du phénomène de la notation. Ainsi, les bilans annuels 2007 des agences *Standard & Poor's Ratings Services*, *Moody's Investor Services, Inc.* et *Fitch, Inc.* font apparaître que *Standard & Poor's Ratings Services* a évalué 197 700 entreprises, *Moody's Investor Services, Inc.* 110 000 et *Fitch, Inc.* 75 278.

<sup>16</sup> Ceux-ci peuvent être adossés à une multitude d'actifs, que ce soit des prêts aux entreprises, des obligations, des dérivés du crédit, voire d'autres produits de financement structuré.

<sup>17</sup> En France, seules les agences de notation formellement reconnues « *Organisme Externe d'Evaluation du Crédit* » par la Commission bancaire (article L. 511-44 du Code monétaire et financier) peuvent voir leurs évaluations externes de crédit utilisées en pratique par les établissements. Au 19 juin 2008, la Commission bancaire avait reconnu sept organismes de ce type : Banque de France, Coface, *Dominion Bond Rating Services* (DBRS), *Fitch Ratings* (Fitch), *Japan Credit Rating Agency* (JCR), *Moody's Investors Services* (Moody's) et *Mc Graw-Hill as Standard & Poor's* (Standard & Poor's).

### 5.1. Une initiative aux conséquences multiples ...

La démarche de l'autorité boursière nord-américaine amorcée en 2008 vise à éviter une reproduction de la crise et, par la même, à faire face à une innovation financière toujours croissante. Premièrement, les réformes évoquées amènent les agences de notation à s'inscrire activement dans une démarche de transparence sur les méthodes qu'elles emploient (dénonçant l'absence de pertinence dans le processus d'évaluation : Rousseau, 2006) et sur les motivations entourant les changements de notes, démarche qu'elles requièrent de leurs clients au moment de leur évaluation. Deuxièmement, en exigeant des agences de notation le développement de nouveaux outils d'évaluation de la performance des entreprises et la publication d'informations périodiques supplémentaires (SEC (a), 2008), les pouvoirs de supervision de la SEC sont consolidés. Troisièmement, en imposant une plus grande divulgation et en favorisant la création de nouveaux instruments de mesure<sup>18</sup>, la SEC répond à certaines difficultés soulevées par la notation particulière à laquelle donnent lieu les produits de financement structuré. Alors que les agences de notation ont dû évaluer ces nouveaux produits apparus sur le marché, ces dernières n'ont pas su investir les ressources suffisantes et modifié leur méthode pour établir leur *rating* ce qu'impose, pourtant, la nature même de ces nouveaux produits (Crouhy et Turnbull, 2007)<sup>19</sup>. « *Les noteurs ont [finalement] employé le même instrument pour mesurer [des] réalités différentes* » (Vitori, 2008). *Ad fine*, les réformes validées attestent d'avancées sur le thème des conflits d'intérêts survenant dans la procédure d'évaluation des produits financiers qui conduit les agences à être des intermédiaires entre les entreprises et les investisseurs (Spulber, 1996).

### 5.2. ... Mais qui offre des pistes de réflexions à l'Europe ...

En plus de témoigner d'un changement de philosophie américaine dans le domaine de la notation<sup>20</sup>, l'initiative de la SEC enrichit considérablement la réflexion qui anime, à l'heure actuelle, l'Europe quant à savoir s'il convient d'encadrer l'activité des agences de notation et qui ne laisse place qu'à ce que certains qualifient d'« *esquisse de réglementation* » (Courret et Le Nabasque, 2008)<sup>21</sup>. Au niveau national, le législateur français s'est montré également peu prolix.

---

<sup>18</sup> Le fait d'imposer une information sur le *turnover* des analystes démontre la volonté de la SEC de faire prendre conscience aux agences de notation de la nécessité de mieux traiter et valoriser les produits financiers complexes.

<sup>19</sup> Dans le cas des produits de financement structuré, les opinions des agences de notation portent actuellement sur le risque de défaut des éléments du *pool* d'actifs sous-jacents. Pourtant, celles-ci devraient également évaluer les corrélations existantes entre ces différents éléments et intégrer le risque de liquidité et les risques opérationnels. En outre, en raison de la volatilité importante des produits de financement structuré, les opinions des agences sur le risque de défaut « *moyen* » traditionnellement émises s'avèrent inadaptées. Enfin, un conflit d'intérêts majeur dans l'activité de notation des produits de financement structuré est présent puisque, contrairement à la notation des dettes d'entreprise, les agences de notation sont parties prenantes au processus de conception des produits de financement structuré. A propos de la particularité de la notation des produits de financement structuré : Prada (b), 2008.

<sup>20</sup> Si le législateur américain a commencé à s'intéresser au phénomène de la notation du crédit à compter des années 1930 avec l'intervention du *Federal Reserve System*, les agences de notation n'ont donné lieu qu'à peu de réglementations jusqu'à l'adoption du *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* (pour un aperçu historique de l'évolution législative américaine : Partnoy, 2000, 1999). De plus, les dispositions nord-américaines ont abondé pendant longtemps dans le sens du maintien de l'indépendance des agences de notation et de l'autorégulation du marché. Toutefois, en dépit de ce changement de philosophie, la SEC se montre plus prudente en matière de *rating* qu'en matière d'audit, domaine dans lequel les mesures ont été radicales (Bouguerra, 2008).

<sup>21</sup> Les agences de notation soulèvent aussi des questionnements au plan international. Ainsi, le Forum de stabilité financière (FSF) a souligné dès le mois de mars 2007 l'importance du rôle des agences de notation en matière de produits de financement structuré. Le 19 octobre 2007, le FSF a publié une déclaration à l'attention des ministres des

La loi n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 a seulement imposé aux agences de notation de conserver tous les documents préparatoires à l'élaboration de leur publication pendant un délai de trois ans, ces documents devant être tenus à la disposition de l'Autorité des marchés financiers (article L. 544-3 Code monétaire et financier).

Après que le Comité Européen des Régulateurs<sup>22</sup> et la France<sup>23</sup> aient exprimé leur opinion, c'est le commissaire européen au Marché intérieur qui s'est montré favorable à une évolution du cadre réglementaire des agences de notation. Dans son discours prononcé le 16 juin 2008, M. Charlie McCreevy s'est exprimé sur une solution réglementaire à destination des agences de notation opérant sur les marchés des crédits structurés en Europe : enregistrement, supervision externe et amélioration de la gouvernance interne (McCreevy, 2008 ; Counis, 2008)<sup>24</sup>. Cette volonté a été confirmée le 12 novembre 2008 (Commission européenne, 2008). En effet, la Commission européenne a présenté une proposition de règlement concernant les agences de notation. Cette proposition fixe les conditions dans lesquelles une agence peut émettre des notations. Elle introduit également une procédure d'enregistrement afin de permettre aux autorités de surveillance européennes de contrôler les activités des agences. En parallèle, le dispositif réglementaire prévoit la gestion des conflits d'intérêts, la vigilance des agences dans la qualité de la méthode de la notation et la notation elle-même et la transparence de l'action des agences.

### ***5.3. ... Laissant entière la question de l'efficacité des règles adoptées et la résolution des difficultés du risque entourant la notation***

Les arguments en faveur d'un encadrement de l'activité de la notation sont nombreux : reconnaissance d'un besoin de fiabilité par les régulateurs et les acteurs du marché financier, structure oligopolistique du secteur avec barrière à l'entrée, conflits d'intérêts croissant avec l'essor d'activités de type conseil dans la notation des produits structurés. A ces arguments s'ajoute celui tenant à l'importance « *crucial[e]* » (Sinclair, 2005) du phénomène de la notation

---

finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G7 dans laquelle le groupe de travail a indiqué que, parmi les sujets analysés à l'avenir, figureront le rôle des agences de notation dans le développement des financements structurés, les conflits d'intérêts au sein des agences et l'utilisation des notations par les investisseurs. Parallèlement, l'*International Organization of Securities Commission* a publié des recommandations opérationnelles pour compléter le code de conduite des agences de notation qui portent principalement sur la manière dont les agences exposent leur méthodologie, la signification des notes et les raisons de leur modification, ainsi que les obligations des agences en matière de conflits d'intérêts (Prada (a), 2008). Cependant, ce code de conduite même durci demeure d'application facultative. Dans la continuité de ces initiatives, le groupe de travail de l'*International Organization of Securities Commission* doit examiner prochainement les modalités de mise en place d'une instance internationale de surveillance des agences de notation.

<sup>22</sup> Postérieurement à l'audition menée par le Comité Européen des Régulateurs (CESR) le 26 mars 2008 qui fait suite aux conclusions de son enquête, celui-ci a encouragé la Commission européenne à créer une instance internationale chargée d'établir des standards et de surveiller les agences de notation (Fradin, 2008).

<sup>23</sup> Depuis mai 2008, la France défend l'adoption d'un système d'enregistrement et de contrôle des agences de notation de crédit (Jullien, 2008), opinion qu'elle a réaffirmé par exemple dans le cadre des Rencontres Paris Europlace qui ont eu lieu au début de juillet 2008.

<sup>24</sup> Quelques temps auparavant, les ministres européens des finances (à l'unanimité) étaient arrivés à un accord politique et avaient lancé l'initiative finale pour prendre des mesures répressives. Ces derniers ont fait de l'enregistrement et du contrôle des agences de notation une de leurs priorités (Ecofin Council, 2008).

et de l'attitude paradoxale longtemps adoptée par les agences de notation<sup>25</sup>. Eu égard à ces éléments, le droit – qui a pour fonction d'édicter des règles de conduite aux membres de la société (Cornu, 2005) et qui entretient des rapports étroits avec le risque (Leiss et Hruday, 2005) dont le droit cherche à minimiser les coûts (Krier, 1996) – ne pouvait demeurer sans réaction. Toutefois, la question reste entière de savoir si les évolutions réglementaires adoptées aux États-Unis vont réellement contribuer à la production de notes justes. Malheureusement, rien n'est moins sûr. La position de la SEC n'est pas exempte de critiques. En effet, celle-ci ne résout qu'imparfaitement nombre de difficultés, parmi lesquelles :

- L'absence de concurrence entre les agences de notation : les statistiques 2007 en matière d'évaluation des produits de financement structuré illustrent la concentration du secteur. Alors que les trois agences américaines *Standard & Poor's Ratings Services*, *Moody's Investor Services, Inc.*, et *Fitch, Inc.* ont noté entre 197 700 et 75 278 entreprises, aucune autre agence habilitée NRSRO n'a dépassé le chiffre de 1 000. En facilitant la divulgation d'informations dans les nouvelles « *Form NRSRO Instructions* », la SEC espère ainsi que les investisseurs pourront comparer plus aisément les agences de notation et sélectionner ainsi les meilleures (SEC (a), 2008)<sup>26</sup> ;
- L'immunité judiciaire dont jouissent les agences de notation : même si la législation américaine autorise l'exercice de poursuites judiciaires en cas d'erreur importante dans le *rating* (article 10b-5 du *Securities Exchange Act of 1934*), la jurisprudence se montre protectrice en invoquant le premier amendement de la constitution américaine quant aux déclarations d'une agence de notation (*Compuware Corp. v. Moody's Investors Servs.*, 324 F. Supp. 2d 860 (E.D. Mich. 2004) ; *Jefferson County Sch. Dist. v. Moody's Investor Services, Inc.*, 988 F. Supp. 2d 1341, 1348 (D. Colo. 1997), aff'd, 175 F.3d 848 (11th Cir. 1999)) ou en relevant le caractère déraisonnable de la plainte (*Quinn v. McGraw Hill*, 168 F.3d 331 (7th Cir. 1999))<sup>27</sup> ;
- L'absence de contrôle auquel les agences de notation doivent se conformer : suite aux nombreuses faillites d'entreprises américaines survenues en 2003, la SEC avait proposé des évolutions possibles à la législation régissant les agences de notation (SEC (e), 2003). Parmi les pistes évoquées à l'époque figuraient la dépendance de la reconnaissance NRSRO délivrée par la SEC à la définition, par chaque agence de notation, d'une procédure raisonnable pour assurer la crédibilité et la pertinence de l'évaluation, la fixation d'un nombre maximum d'entreprises par analyste, l'établissement d'une

---

<sup>25</sup> Alors que les agences se sont dotées en 2003 d'une organisation, de procédures, de codes et de principes visant à assurer leur transparence à l'égard des intervenants du marché, elles ont rejeté leur responsabilité en précisant ne pas être liées vis-à-vis de leurs clients par les décisions qu'elles pouvaient prendre (Bouguerra, 2008).

<sup>26</sup> Même s'il concède que le développement de la concurrence entre les agences de notation n'est pas une solution idéale, le professeur John Coffee remarque *a minima* qu'une telle politique est la seule pertinente en la matière tant elle motiverait l'ensemble des entreprises du secteur à investir afin d'améliorer leur réputation et à fournir des informations de meilleure qualité (Coffee, 2006). Toutefois, il estime que c'est avant tout la politique de la SEC en matière d'habilitation NRSRO qui empêche la concurrence de jouer pleinement en décourageant de nombreuses entreprises d'entrer dans ce secteur. Voir l'expérience infructueuse que connaît la firme *Egan-Jones Rating* depuis 1998 et décrite dans le quotidien *New York Times* : Wayne, 2002. Soulignant l'avantage qu'ont les agences de notation qui sont déjà accréditées NRSRO : Partnoy, 2002 ; Cantor et Packer, 1995.

<sup>27</sup> Il est intéressant de suivre sur ce point les suites de l'affaire engagée par le Procureur général du Connecticut à l'encontre de *Standard & Poor's Ratings Services, Moody's, Inc.* et *Fitch, Inc.* (B. J., 2008). Dans le même sens, le *Private Securities Litigation Reform Act of 1995* suggère que la responsabilité des agences de notation n'est que limitée et ce, même lorsque l'entreprise est mise en liquidation judiciaire (Coffee, 2006).

obligation raisonnable de diligence dans les procédures de notation ou de standards minimum nécessaires à la qualification d'analyste de crédit<sup>28</sup> ;

- L'existence de conflits d'intérêts existant au sein des agences de notation : à l'instar des entreprises comptables, les agences de notation reçoivent, depuis le début des années 1990, une part significative de leurs revenus au titre de la fourniture de diverses prestations complémentaires à la notation dont celle de consultant (SEC (f), 2003). Par le passé, les agences de notation ont ainsi démontré qu'elles pouvaient cumuler les fonctions de notation des titres et de conseil en titrisation<sup>29</sup> ;
- Le financement des agences de notation : le système actuel amène les agences de notation à être rémunérées par les entreprises (Le Page, 2008 ; Sinclair, 2005 ; Basel Committee on Banking Supervision, 2000). Pour mettre fin à ce conflit d'intérêts, des propositions ont été faites qui n'ont, pour le moment, pas abouti : paiement par les investisseurs qui utilisent l'information (Coffee, 2006), financement sur fonds publics (de Boissieu, 2008), règlement par le biais d'une taxe (Renouard, 2009), transformation des agences de notation en entités publiques indépendantes (Aglietta, 2008), paiement des services de la notation par les émetteurs auprès d'un *pool* mis en place par les agences et géré indépendamment d'elles qui choisirait lui-même l'agence affectée à chaque émetteur (éditorial du *Financial Times*, 12 février 2008)<sup>30</sup> ;
- L'opacité entourant les critères de notation : les méthodes d'évaluation des agences de notation ne sont en effet pas publiques (Bouguerra, 2008) ;
- Le mode de règlement des agences de notation (de Boissieu, 2008).

La situation serait moins préoccupante si la Commission européenne osait innover en la matière au lieu de suivre la position états-unienne et ne se contentait pas de reprendre le code professionnel des agences dans son règlement qui n'a à aucun moment empêché la crise malgré son existence (Cazes, 2008-2009).

Malgré une gestion de la crise financière dont semble s'être saisie la SEC, les agences de notation ne sont pas les uniques responsables des turbulences du marché financier. C'est l'ensemble des acteurs des marchés du crédit qu'il convient de responsabiliser. Relativement aux investisseurs, l'autorité française des marchés financiers souligne dans son rapport 2007 sur les agences de notation que l'information fournie par celles-ci doit être comprise comme une simple « (...) *constatation du passé et ne pas servir à réaliser des projections en termes de futurs taux de défaut* ». Pour que la stabilité du système financier soit consolidée dans le futur, il est indispensable que chaque individu exerce continûment son jugement et assume pleinement ses responsabilités (Musca, 2008). A défaut, une gestion uniquement à court terme de la crise se

---

<sup>28</sup> Parallèlement, certains auteurs américains militent en faveur d'une reconnaissance NRSRO à caractère temporaire, celle-ci n'étant renouvelable qu'après un contrôle effectué par l'autorité boursière sur un certain nombre de points (Hill, 2004). En plus de ces propositions visant à accroître les pouvoirs de la SEC sur les agences de notation, la création d'une organisation d'autorégulation qui n'aurait pour vocation qu'à définir les standards des agences de notation est posée (Coffee, 2006).

<sup>29</sup> Ces services additionnels sont susceptibles d'influencer la procédure de notation (Hill, 2004). Faute de pouvoir interdire la fourniture des services annexes, n'aurait-il pas été judicieux pour la SEC d'instaurer une double notation ou une notation des évaluateurs ?

<sup>30</sup> Si la charge du paiement d'une notation donne lieu actuellement à d'épineux débats, il peut être signalé que, jusqu'au début des années 1970, ce paiement était assuré par les investisseurs (White, 2002).

profile, attitude qui ne serait pas discutable si elle n'était source d'un risque sérieux d'inefficacité.

### Bibliographie

- AGLIETTA M. (2008), « Crise du crédit et faillite de la régulation prudentielle : comment éviter une reproduction des errements ? », dans Association d'économie financière (dir.), *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Paris, Association d'économie financière.
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (2008), *Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation : Notation crédit des entreprises*, 17 janvier.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2000), « Credit Ratings and Complimentary Sources of Credit Quality Information », *Working Paper No. 3*, Basel.
- DE BOISSIEU C. (2008), « Premières leçons de la crise pour la régulation bancaire et financière », dans Association d'économie financière (dir.), *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Paris, Association d'économie financière.
- BOUGUERRA F. (2008), « Réformes du cadre législatif et règlementaire des agences de rating », *R.F.G.*, vol. 34, n° 182.
- CANTOR R. et PACKER F. (1995), « The Credit Rating Industry », *Journal of Fixed Income*, vol. 5.
- CAZES J. (2008-2009), « Notation : comment rétablir la confiance ? », *La lettre de l'AFGE*, n° 20.
- COFFEE J. C. (2006), *Gatekeepers : The Professions and Corporate Governance*, New York, Oxford University Press.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2008), *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit*, 12 novembre.
- CORNU G. (dir.) (2005), *Vocabulaire juridique*, Paris, P.U.F.
- COUNIS A. (2008), « Agences de notation : Bruxelles pourrait créer un régulateur européen », *les échos.fr*, 16 juin.
- COURET A. et LE NABASQUE H. (2008), *Droit financier*, Paris, Dalloz.
- CROCKETT A., HARRIS T., MISHKIN F. S. et WHITE E. N. (2004), *Conflicts of interest in the Financial Services Industry : What Should We Do About Them ?*, Geneva and London, International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre for Economy Policy Research.
- CROUHY M. et TURNBULL S. M. (2007), « The Subprime Credit Crisis of 2007 » (disponible sur le site internet *Social Science Research Network* : <http://ssrn.com/abstract=1113888>).
- ECOFIN COUNCIL (2008), *Draft Conclusions on Credit Rating Agencies*, July 8<sup>th</sup>.
- FISCH J. E. et SALE H. A. (1993), « The Securities Analyst as Agent : Rethinking The Regulation of Analysis », *Iowa Law Review*, vol. 88.
- FRADIN C. (2008), « Le CESR prône la création d'une instance chargée de surveiller les agences », *les échos.fr*, 21 mai.
- FRANÇOIS-HEUDE A. et PAGET-BLANC E. (2004), « Les annonces de rating : impact sur le rendement des actions cotées sur Euronext-Paris », *Banque & Marchés*, mai-juin, n° 70.
- GONZALES F. (2004), « L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, juin.
- HILL C. H. (2004), « Regulating the Rating Agencies », *Washington University Law Quarterly*, vol. 82.

HILL C. H. (2003), « Rating Agencies Behaving Badly : The Case of Enron », *Connecticut Law Review*, vol. 35.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (a) (2008), *Report on the Subprime Crisis - Final Report*, May.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (b) (2008), *The Role of Rating Agencies in Structured Finance Markets*, Consultation Report, March.

KARYOTIS M. (2000), « La notation financière : quand une information devient un instrument de décision », *Revue d'Economie financière*, n° 41.

J. B. (2008), « Le Connecticut attaque les agences de notation de crédit en justice », *les échos.fr*, 1<sup>er</sup> août.

JULLIEN B. (a) (2008), « L'étau se resserre sur les agences de notation », *les échos.fr*, 5 août.

JULLIEN B. (b) (2008), « La France prône un enregistrement européen des agences de notation », *les échos.fr*, 29 mai.

KRIER J. E. (1996), « Risk and the Legal System », *Annals of the American Academy of Political and Sociological Sciences*, n° 545, p.176.

LEISS W. et HRUDEY S. E. (2005), « On Proof and Probability : Introduction to « Law and Risk » », dans *Law Commission of Canada, Law and Risk* éd., Vancouver, UBC Press, 2005.

LORENZI J.-H. (2008) (dir.), *La guerre des capitalismes aura lieu*, Paris, PERRIN.

LUCHETTI A. (2008), « Big Credit-Rating Firms Agree to Reforms », *Wall Street Journal*, June 6<sup>th</sup>.

MASON J. et ROSNER J. (2007), « Where did the Risk Go ? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruption », *mimeo*, May.

MCCREEVY C. (2008), « L'instrument le plus important reste la transparence », *L'Agefi*, 19 juin.

MICU M., REMOLONA E. et WOOLDRIDGE P. (2004), « The Price Impact of Rating Announcements : Evidence From the Credit Default Swap Market », *Bis Quarterly Review*, June.

MUSCA X. (2008), « Leçons des turbulences sur les marchés financiers : mieux responsabiliser les différents acteurs », dans Association d'économie financière (dir.), *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Paris, Association d'économie financière.

LE PAGE S. (2008), « Notation financière : payer pour être noté », *les échos.fr*, 19 juin.

PARTNOY F. (2002), « The Paradox of Credit Ratings », dans R. M. Levich, G. Majnoni et C. Reinhart (dir.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston, Kluwer Academic Publishers.

PARTNOY F. (2000), « Why Markets Crash and What the Law Can Do About It ? » (disponible sur le site internet *Social Science Research Network* : <http://ssrn.com/abstract=183473>).

PARTNOY F. (1999), « The Siskel and Ebert of Financial Market ? : Two Thumbs Down for the Credit-Rating Agencies », *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, n° 3.

PRADA M. (a) (2008), Interview, *les échos.fr*, 28 mai.

PRADA M. (b) (2008), « Le régulateur de marché face à la crise du *subprime* », dans Association d'économie financière (dir.), *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Paris, Association d'économie financière.

REISS D. (2006), « Subprime Standardization : How the Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market », *Florida State University Law Review*, vol. 33.

ROUSSEAU S. (2006), « Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies : The Case for a Disclosure-Based Model », *Mc Gill Law Journal*, vol. 51, n° 4.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2009), *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No. 34-59342, File No. S7-13-08, April 10<sup>th</sup>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (a) (2008), *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No. 34-57967, File No. S7-13-08, June 16<sup>th</sup>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (b) (2008), *Security Ratings*, 17 CFR Parts 229, 230, 239, and 240, Release No. 33-8940, 34-58071, File No. S7-18-08, July 1<sup>st</sup>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (c) (2008), *References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 17 CFR Parts 240, 242, and 249, Release No. 34-58070, File No. S7-17-08, July 1<sup>st</sup>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (d) (2008), *References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 17 CFR Parts 270 and 275, Release Nos. IC-28327, IA-2751 File No. S7-19-08, July 1<sup>st</sup>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (e) (2003), *Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Law*, Release No. 33-8236, June 4<sup>th</sup> [68 FR 35258].

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (f) (2003), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, January.

SINCLAIR T. J. (2005), *The New Masters of Capital*, Ithaca, Cornell University Press.

SMITH R. C. et WALTER I. (2002), « Rating Agencies : Is There an Agency Issue ? », dans R. M. Levich, G. Majnoni et C. Reinhart (dir.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston, Kluwer Academic Publishers.

SPULBER D. F. (1996), « Market Microstructure and Intermediation », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n° 3, Summer.

THALER R. H. et SUNSTEIN C. R. (2008), « Disclosure Is the Best Kind of Credit Regulation », *The Wall Street Journal*, August 13<sup>th</sup>.

TROCHON J.-Y. et VINCKE F. (2006), *L'entreprise face à la mondialisation : opportunités et risques – Stratégies juridiques*, Bruxelles, Bruylant.

U.S. SENATE (2002), *Staff of the Committee on Governmental Affairs*, « Financial Oversight of Enron : The SEC and Private-Sectors Watchdogs ».

VITORI J.-M. (2008), « Comment éviter les ratés du « rating » », *les échos.fr*, June 27<sup>th</sup>.

WAYNE L. (2002), « Credit Raters Get Scrutiny and Possibly a Competitor », *New York Times*, April 23<sup>th</sup>.

WHALEN C. R. (2008), « The Subprime Crisis : Cause, Effect and Consequences », *Networks Financial Institute Policy Brief*, No. 2008-PB-04 (disponible sur le site internet *Social Science Research Network* : <http://ssrn.com/abstract=1113888>).

WHITE L. J. (2002), « The Credit Rating Industry : An Industrial Organization Analysis », dans R. M. Levich, G. Majnoni et C. Reinhart (dir.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston, Kluwer Academic Publishers.

WHITE L. J. (2001), « The Credit Rating Industry : An Industrial Organization Analysis », February, NYU Center for Law and Business, *Research Paper n°01-001* (disponible sur le site internet *Social Science Research Network*).

### ***Décisions de justice américaines***

*Compuware Corp. v. Moody's Investors Servs.*, 324 F. Supp. 2d 860 (E.D. Mich. 2004).

*Jefferson County Sch. Dist. v. Moody's Investor Services, Inc.*, 988 F. Supp. 2d 1341, 1348 (D. Colo. 1997), *aff'd*, 175 F.3d 848 (11th Cir. 1999).  
*Quinn v. McGraw Hill*, 168 F.3d 331 (7th Cir. 1999).