

**Agences de notation de crédit :**  
**Discussion autour du règlement (CE) n°1060/2009\***

Ivan TCHOTOURIAN  
Maître de conférences (Université de Nantes)  
Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)  
Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne) et à la  
Chaire en gouvernance et droit des affaires (Université de Montréal)  
Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE  
Courriel : ivan.tchotourian@univ-nantes.fr

**1<sup>ère</sup> version**

**(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)**

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, le régulateur européen a réagi avec vigueur. Par l'intermédiaire de son règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009, l'Union européenne a décidé d'encadrer l'activité de la notation au travers d'une gestion des conflits d'intérêts, d'un renforcement de la qualité de la notation et d'accroissement considérable de la transparence. C'est ce cadre réglementaire adopté au dernier trimestre 2009, ainsi que son appréciation critique, qui fait l'objet du présent article.

Mots-clés : agence de notation, rôle, réaction américaine, règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009, conflits d'intérêts, qualité de la notation, transparence, surveillance, enregistrement, appréciation critique.

**1.** La crise immobilière de l'été 2007 et ses conséquences sur le dysfonctionnement des marchés financiers mondiaux ont mis en lumière la situation insatisfaisante du droit en matière de notation de crédit. Si les questions entourant la lisibilité des méthodes utilisées par les agences de notation pour délivrer leurs opinions, leur stabilité dans le temps, les conflits d'intérêts apparaissant lors de la notation, la spécificité de l'évaluation des instruments financiers structurés ne sont pas

---

\* Cet article est une version préliminaire d'un article publié dans la revue juridique *Bulletin Joly Bourse*.

nouvelles<sup>1</sup>, celles-ci ont pris une importance considérable dans la période de turbulence économique traversée par l'économie mondiale. Considérée comme responsable de la situation actuelle<sup>2</sup>, l'Union européenne a décidé d'encadrer l'activité des agences de notation de crédit au travers l'adoption du règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit<sup>3</sup>. Alors que l'Europe faisait jusqu'à présent une place centrale à l'autorégulation, cette position est abandonnée au profit d'une approche législative contraignante reposant sur une gestion pertinente des conflits d'intérêts, une vigilance sur la qualité de la méthode utilisée pour procéder à l'évaluation et un renforcement en matière de divulgation d'informations.

**2. La genèse du règlement (CE) n°1060/2009 :** En octobre 2007, les ministres des finances de l'Union européenne ont adopté une série de conclusions sur la gestion de la crise où il était proposé d'évaluer le rôle joué par les agences de notation et de remédier à leurs défaillances<sup>4</sup>. Par la suite, les Conseils européens des 20 juin et 16 octobre 2008 ont lancé décidé de prendre des mesures contraignantes à l'encontre des agences de notation de crédit. C'est finalement à l'unanimité que les ministres des finances sont arrivés à un accord politique à l'été 2008, ces

---

<sup>1</sup> La publication du Code de l'Organisation Internationale des Conseils de Valeurs (OICV) dès décembre 2004 atteste d'une prise de conscience de ces interrogations au plan international (*International Organization of Securities Commissions*, « Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies », December 2004, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>). Sur ce code : J.-M. Moulin, « L'encadrement juridique des activités des analystes financiers et des agences de notation », *R.D.B.F.*, mars-avril 2004, n°2, p.141.

<sup>2</sup> *International Organization of Securities Commission*, « The Role of Rating Agencies in Structured Finance Markets », Final Report, May 2008. Aussi : C. R. Whalen, « The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences », *Networks Financial Institute Policy Brief*, No. 2008-PB-04, March 1, 2008, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1113888](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113888) ; G. Morgenson, « Debt Watchdogs: Tamed or Caught Napping », *The New York Times*, December 7, 2008 ; J. Mason and J. Rosner, « Where did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruption », *mimeo*, May 2007 ; D. Reiss, « Subprime Standardization: How the Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market », *Florida State University Law Review*, 2006, p.986 ; C. H. Hill, « Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron », *Connecticut Law Review*, 2003, Vol. 35, p.1145.

<sup>3</sup> *J.O.U.E.*, L. 309, 17 novembre 2009, p.1. Voir : D. Chemin-Bompen, « Un règlement européen sur les agences de notation de crédit », *Revue Lamy Droit des affaires*, 1<sup>er</sup> janvier 2010, n°45, p.37 ; M. Piermario, « Nouvelles règles communautaires sur la notation financière », *Revue du droit de l'Union européenne*, 1<sup>er</sup> juillet 2009, n°2, p.312.

<sup>4</sup> Au plan international, le Forum de stabilité financière avait publié le 19 octobre 2007 une déclaration à l'attention des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G7 dans laquelle il était indiqué que 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 figureraient dans les sujets analysés à l'avenir. Le 7 avril 2008, son rapport dénonçait la confiance excessive que les investisseurs avaient accordé aux évaluations délivrées par les agences de notation de crédit (*Financial Stability Forum*, « Enhancing Market and Institutional Resilience », April 2008).

derniers faisant de l'enregistrement et du contrôle des agences de notation une de leurs priorités<sup>5</sup>. Après que le Comité Européen des Régulateurs<sup>6</sup> et la France<sup>7</sup> aient demandé l'élaboration d'une proposition législative en vue de renforcer les règles s'appliquant aux agences de notation de crédit, le commissaire européen au Marché intérieur s'est exprimé favorablement à une solution de type réglementaire<sup>8</sup>. Suite à une consultation publique, la Commission européenne a déposé un projet législatif le 12 novembre 2008 en droite ligne de sa volonté d'améliorer la transparence et l'indépendance des agences de notation<sup>9</sup>. Pour l'essentiel, le texte approuvé par le Parlement européen et le Conseil en avril 2009 reprend la proposition de la Commission européenne.

**3. Un écho aux initiatives nord-américaines :** Cette réforme du cadre réglementaire en Europe est étroitement imbriquée non seulement avec le développement de la réflexion nord-américaine sur la nécessité de mettre en place une réglementation plus stricte des agences de notation<sup>10</sup>, mais encore avec les changements législatifs récemment adoptés aux Etats-Unis<sup>11</sup>. La position

---

<sup>5</sup> *Ecofin Council*, « Draft Conclusions on Credit Rating Agencies », July 8<sup>th</sup>, 2008.

<sup>6</sup> Postérieurement à l'audition menée par le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) le 26 mars 2008 faisant suite aux conclusions de son enquête débutée à l'automne 2007, celui-ci avait encouragé la Commission européenne à créer une instance internationale chargée d'établir des standards et de surveiller les agences de notation (*Committee of European Securities Regulators*, « CESR's Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code and The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance », May 2008).

<sup>7</sup> La France avait défendu à la fin mai 2008 l'adoption d'un système d'enregistrement et de contrôle des agences de notation de crédit (B. Jullien, « La France prône un enregistrement européen des agences de notation », *les échos.fr*, 29 mai 2008), opinion réaffirmée dans le cadre des Rencontres Paris Europlace qui ont eu lieu au début de juillet 2008.

<sup>8</sup> Interview de C. McCreevy, « L'instrument le plus important reste la transparence », *L'Agefi*, 19 juin 2008.

<sup>9</sup> Commission européenne, « Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit », COM(2008) 704/4, Bruxelles, 12 novembre 2008. Voir : C. Malecki, « La proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation (ou les vertus de la régulation financière) », *J.C.P.*, éd. E., 16 avril 2009, n°16-17, p.11 ; T. Bonneau, « Agence de notation, proposition de règlement », *R.D.B.F.*, mars-avril 2009, n°2, p.70 ; A. Prüm, « Les agences de notation dans la ligne de mire des politiques », *R.D.B.F.*, janvier-février 2009, n°1, p.1.

<sup>10</sup> A propos des discussions canadiennes : S. Rousseau, « Regulating Credit Rating Agencies After the Financial Crisis: the Long and Winding Road Toward Accountability », *Capital Markets Institute*, Rotman School of Management, University of Toronto, July 23, 2009, <http://www.ssrn.com/abstract=1456708> ; *Canadian Securities Administrators*, « Securities Regulatory Proposals Stemming from the 2007-08 Credit Market Turmoil and its Effect on the ABCP Market in Canada », Consultation Paper 11-405, 2008, p. 16. A propos de la réforme en Australie : « Australia's Policy Response to the Global Financial Crises », Address to the Singapore Chapter, CPA Australia, Singapore, April 2009 (les autorités australiennes ont choisi un modèle d'encadrement des agences de notation de type « *complain or explain* », les agences devant divulguer leurs codes de conduite et leur conformité par rapport au code de l'OICV).

<sup>11</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 : F. Partnoy, « The Siskel and Ebert of Financial

américaine constitue une étape essentielle dont il convient de tenir compte et ce, d'autant plus que la Commission européenne a affirmé lors des réflexions qui ont entouré l'adoption des règles communautaires que le modèle américain serait utilisé comme source d'inspiration. Postérieurement à la signature en septembre 2006 du *Credit Rating Agency Reform Act*<sup>12</sup>, 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>13</sup>. Dans le but d'améliorer la qualité du *rating*, un programme d'enregistrement et de contrôle des agences de notation de crédit cherchant à obtenir le statut de NRSRO ont ainsi été dessinées<sup>14</sup>. 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*. C'est dans un contexte économique et financier agité que l'autorité boursière américaine a adopté au cours de l'année 2009 une réforme du dispositif législatif régissant les agences de notation de crédit<sup>15</sup>. Ce dernier s'organise autour de quatre pôles : limiter les situations de conflits d'intérêts, accroître l'information des investisseurs et du marché financier par une augmentation sensible de la quantité des données divulguées et par l'instauration d'une obligation de procéder à des enregistrements supplémentaires, assurer un contrôle renforcé de la SEC par l'intermédiaire de la publication d'un nouveau rapport annuel et faciliter la construction d'outils statistiques de mesure

---

Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies », *Washington University Law Quarterly*, 1999, Vol. 77, n°3, p.619). Pendant longtemps, les dispositions nord-américaines ont abondé dans le sens du maintien de l'indépendance des agences de notation et de l'autorégulation du marché.

<sup>12</sup> *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, P.L. 109-291, s. 15E.

<sup>13</sup> *Securities and Exchange Commission*, « Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations », Exchange Act Release No. 55857 (June 5, 2007), 72 FR 33564 (June 18, 2007). Alors qu'il avait été envisagé par les autorités américaines en 1997 d'adopter une procédure de reconnaissance et de surveiller les agences reconnues NRSRO, ces projets n'ont pas été suivis d'effet.

<sup>14</sup> R. Cantor and F. Packer, « The Credit Rating Industry », *Journal of Fixed Income*, 1995, Vol. 5, n°3, p.10. La législation a défini le terme de « *Nationally Recognised Statistical Rating Organisation* » (NRSRO) et a habilité la *Securities and Exchange Commission* (SEC) à créer une fonction de reconnaissance de NRSRO aux entités qui en ont fait la demande, à contrôler les agences en termes de confidentialité des données auxquelles elles ont accès, à recevoir des informations financières périodiques de leur part, à exiger la mise en place de politiques et procédures dont l'objet est de prévenir l'usage abusif d'informations et à demander aux agences de divulguer et maîtriser les risques de conflits d'intérêts.

<sup>15</sup> *Securities and Exchange Commission*, « Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations ; Final Rule and Proposed Rule », 17 CFR Parts 240, 243, and 249b, Release No. 34-61050, File No. S7-04-09, December 4, 2009 ; *Securities and Exchange Commission*, « References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule and Proposed Rule », 17 CFR Parts 229, 230, 239 et al., Release Nos. 34-60789, IC-28939, File Nos. S7-17-08, S7-19-08, October 9, 2009 ; *Securities and Exchange Commission*, « Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations », 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No. 34-59342, File No. S7-13-08, February 2, 2009.

plus performants<sup>16</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.

**4. Des « superpuissances »<sup>17</sup> relevant de la seule discipline du marché :** Avant de détailler le cadre juridique mis en place en septembre 2009, il importe de souligner qu'avant son adoption les agences de notation jouaient un rôle fondamental dans les marchés financiers tout en faisant l'objet de faibles contraintes.

De par leur fonction consistant à émettre un avis extérieur sur la probabilité qu'une dette sera remboursée conformément aux termes prévus dans le contrat<sup>18</sup>, les agences réduisent l'asymétrie informationnelle entre émetteurs et investisseurs sur les marchés désintermédiés<sup>19</sup>. Ce rôle a d'autant plus d'importance que les analyses démontrent que l'absence de compréhension des produits issus de l'ingénierie financière (en raison d'une trop faible transparence par rapport à

---

<sup>16</sup> A côté des initiatives animées par la volonté d'asseoir l'intégrité des procédures et des méthodologies employées par les agences de notation, certaines réformes de la SEC répondent à une philosophie différente. Si quelques-unes portent sur la mise en place d'un symbolisme spécifique dans le processus d'évaluation des instruments financiers structurés, 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 modifier l'article 17g-7 du *Securities Exchange Act of 1934* 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 (cet article fait de nouveau l'objet de propositions en cours de discussions au moment d'écrire ces lignes : *Securities and Exchange Commission*, « Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations », 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No. 34-61051, File No. S7-28-09, December 4, 2009). En second lieu, la SEC a proposé le 1<sup>er</sup> juillet 2008 et adopté près d'une année plus tard (*Securities and Exchange Commission*, « References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule and Proposed Rule », 17 CFR Parts 229, 230, 239 et *al.*, Release Nos. 34-60789, IC-28939, File Nos. S7-17-08, S7-19-08, October 9, 2009) une révision des règles pour les obligations et les instruments financiers structurés. 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.

<sup>17</sup> En 1996, M. Thomas L. Friedman déclarait dans le quotidien *New York Times* : « *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* ».

<sup>18</sup> Pour la définition de la « notation de crédit », voir l'article 3 § 1 a) du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. Les agences de notation de crédit sont pour les obligations et autres titres cotés, l'équivalent de ce que sont les services de recherche et l'analyse financière des banques d'affaires en matière d'actions.

<sup>19</sup> A. François-Heude et E. Paget-Blanc, « Les annonces de rating : impact sur le rendement des actions cotées sur Euronext-Paris », *Banque & Marchés*, 2004, mai-juin, n°70 ; F. Gonzales et *al.*, « L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », *Revue de la stabilité financière*, 2004, n°4, juin, Banque de France, p.53 ; M. Micu, E. Remolona and P. D. Wooldridge, « The Price Impact of Rating Announcements: Evidence From the Credit Default Swap Market », *Bis Quarterly Review*, 2004, June, p.55 ; S. L. Schwarcz, « Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox », *University Illinois Law Review*, 2002, n°2, p.1.

leur sophistication) a été l'un des facteurs de la crise des *subprimes*<sup>20</sup>. L'opinion des agences de notation est un élément d'aide à la décision d'allocation des actifs des investisseurs<sup>21</sup> et indique à ces derniers de quelle manière le risque de défaut du véhicule est réduit ou le taux de recouvrement amélioré<sup>22</sup>. En parallèle, 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 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<sup>23</sup>. En raison de leur bonne réputation, les agences de notation de crédit ont vu leur rôle se modifier pour devenir des entités de référence dans l'évaluation du risque<sup>24</sup>. A des fins réglementaires ou prudentielles, la notation est progressivement devenue, en Europe<sup>25</sup>, un « label »<sup>26</sup>. D'un côté, la régulation bancaire renvoie aux agences de notation à travers les accords de Bâle II. Ainsi, les directives 2006/48/CE et

---

<sup>20</sup> Conseil d'Analyse Economique, « Les facteurs à l'origine de la crise », dans *La crise des subprimes*, Rapport P. Artus, J.-P. Bethèze, C. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, La documentation française, 2008, spéc. p.47 et s.

<sup>21</sup> D. Karyotis, « La notation financière : quand une information devient un instrument de décision », *Revue d'économie financière*, 2000, n° 41. De plus, les agences de notation offrent également l'opportunité de réduire les coûts de transaction des acteurs des marchés en raison des économies d'échelle qu'elles procurent du point de vue de la collecte et du traitement de l'information. En effet, les agences synthétisent une grande masse d'informations et d'évaluation pour délivrer leur opinion.

<sup>22</sup> Concernant les instruments financiers structurés, 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>23</sup> F. Bouguerra, « Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de rating », *R.F.G.*, 2008, Vol. 34, n°182, p.63.

<sup>24</sup> O. Garnier, « Du bon usage de la notation financière externe », *Risques*, Juin 2008, n°73-74, p.234.

<sup>25</sup> A propos des références faites à la notation dans le paysage communautaire : *DG Market Services Document*, « Policy options to address the problem of excessive reliance on ratings », 2008, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/securities\\_agencies/consultation-overreliance\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/securities_agencies/consultation-overreliance_en.pdf). Aux Etats-Unis, le dispositif réglementaire fait appel à la notation de longue date. Depuis 1975, il existe une certification du métier de la notation qui s'articule autour de plusieurs conditions à remplir pour toute agence éligible à ce statut, statut réglementaire qui a été amendé en 2006. Le Canada connaît une position différente puisque l'organisation et l'activité des agences de notation ne fait l'objet d'aucun encadrement *per se* et ce, malgré les références faites à la notation dans les dispositifs fédéraux et provinciaux (C. Nicholls, « Public and Private Uses of Ratings », *Capital Markets Institute*, Rotman School of Management, University of Toronto, May 2005, [http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/papers/CRA\\_Study\\_Nicholls.pdf](http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/papers/CRA_Study_Nicholls.pdf)).

<sup>26</sup> En France, la notation est obligatoire pour tout titre émis par un véhicule de titrisation français admis à la négociation sur un marché réglementé ou qui fait l'objet d'une offre au public (article L. 214-44 du Code monétaire et financier). En outre, le règlement Euronext prévoit qu'Euronext peut exiger, à l'appui de toute demande d'admission aux négociations de titres de créance, la production d'une notation délivrée par une agence agréée. Toute agence de notation doit être reconnue par l'Autorité de contrôle prudentiel (article L. 511-44 du Code monétaire et financier). Au 19 juin 2008, sept organismes de ce type ont été reconnus : 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).

2006/49/CE du 14 juin 2006<sup>27</sup> sont à la base du nouveau ratio international de solvabilité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et font appel à un système de *rating* interne et externe<sup>28</sup>. D'un autre côté, la directive 2003/125/CEE du 28 janvier 2003<sup>29</sup> précise que les agences de notation doivent adopter des politiques et procédures internes visant à garantir que les notations publiées sont présentées de manière équitable et qu'elles doivent mentionner leurs intérêts ou, conflits d'intérêts significatifs, en rapport avec les émetteurs ou instruments auxquels se rapportent leurs notations. *In fine*, la Banque centrale européenne fait référence aux notations pour la gestion de ses portefeuilles et de ses réserves, ainsi que pour la politique monétaire.

L'un des paradoxes a longtemps résidé dans la différence entre l'importance décuplée donnée à la notation<sup>30</sup> et la quasi-absence de contrainte quant à la méthode de production de la note<sup>31</sup>. Ces contraintes semblent avoir aujourd'hui montré leurs limites. En premier lieu, les agences de notation étaient sous la contrainte institutionnelle du marché<sup>32</sup>. La réputation étant centrale pour les agences de notation, celle-ci impliquait une conduite diligente et éthique de leur part. Cependant, ce contrôle n'était pas sans critiques<sup>33</sup>. En effet, nombre de facteurs se retrouvant en matière de *rating* remettaient en cause l'efficacité de la réputation comme mécanisme de contrôle : opacité du processus de notation<sup>34</sup>, caractère non concurrentiel du marché<sup>35</sup>, rotation fréquente

---

<sup>27</sup> Directives 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 (*J.O.U.E.*, L. 177 du 30 juin 2006, p.1) et 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (*J.O.U.E.*, L. 177 du 30 juin 2006, p.1).

<sup>28</sup> F. Veverka, « Les agences de *rating* et la réforme de Bâle : ni démiurges, ni insignifiantes », *Revue d'économie financière*, 2003, n°75, p.288 ; T. Sessin, « Agences de notation et contrôle prudentiel dans l'Euroland », *Revue d'économie financière*, 1998, n°48, p.88.

<sup>29</sup> Directive 2003/125/CEE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, *J.O.U.E.*, L. 96 du 12 avril 2003, p.16.

<sup>30</sup> Le phénomène de la notation a pris d'autant plus d'importance que les marchés financiers sont devenus une source de financement essentielle des entreprises qui implique la diffusion d'une information financière toujours plus complète, fiable et comparable. Voir : L. Batsch, « Le capitalisme financier », Paris, La Découverte, 2002.

<sup>31</sup> B. du Marais et al., « Le droit et la note – l'appréciation du droit par les agences de notation », dans *Agences de notation, immobilier et contrats publics*, B. du Marais (dir.), La documentation française, 2007, spéc. p.69.

<sup>32</sup> Dénonçant l'insuffisance de la surveillance des mécanismes de marchés : B. Decharneux et al., « L'entreprise surveillée : l'éthique, la responsabilité sociale, le marché, la concurrence, les nouveaux acteurs », Cercle d'éthique, Bruxelles, Bruylant, 2003, spéc. p.131 et s.

<sup>33</sup> T. E. Lynch, « Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment », *Research Paper No. 133*, Indiana University Maurer School of Law – Bloomington, April 8, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1374907>, spéc. p.25 et s.

<sup>34</sup> F. Partnoy, « The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies », *art. préc.*, p.651.

<sup>35</sup> S. Rousseau, « Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach », *McGill Law Journal*, 2006, Vol. 51, n°4, p.617, spéc. p.639.

du personnel<sup>36</sup> ou encore, survenance d'une crise<sup>37</sup>. En second lieu, les agences de notation étaient sous une contrainte légale. Tout d'abord, les agences de notation de crédit relevaient du seul code de conduite de l'OICV<sup>38</sup> qui développe des principes de transparence, de qualité et d'intégrité de la notation, d'indépendance et de prévention des conflits d'intérêts, ainsi que de confidentialité des informations<sup>39</sup>. Toutefois, l'application de ce code sur une base volontaire et l'incertitude entourant sa valeur juridique limitent sa portée<sup>40</sup>. Ensuite, la responsabilité juridique des agences de notation de crédit en cas d'erreurs dans l'attribution d'une note lors d'une première attribution ou d'une révision est illusoire. Alors que la mise en jeu de cette responsabilité civile est quasiment impossible aux Etats-Unis<sup>41</sup> et au Canada<sup>42</sup>, elle est légalement possible en France<sup>43</sup> mais demeure délicate à mettre en œuvre<sup>44</sup>.

5. L'adoption du dispositif réglementaire du 16 septembre 2009 met fin à un *statu quo* qui a longtemps prévalu et dont les conséquences négatives sont apparues au grand jour (I). Toutefois,

---

<sup>36</sup> F. Partnoy, « The Paradox of Credit Ratings », dans *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, R. M. Levich, G. Majnoni and C. M. Reinhart (dir.), Boston, Kluwer, 2002, p.72, spéc. p.72.

<sup>37</sup> D. Kerwer, « Standardising as Governance: The Case of Credit Rating Agencies », *Max-Plant Institute Collective Goods Preprint No. 2001/3*, March 2001.

<sup>38</sup> Une étude de l'OICV a démontré que les plus importantes agences de notation se conformaient à ces principes généraux (*International Organization of Securities Commissions*, « Review of Implementation of the IOSCO Fundamentals of a Code of Conduct for Credit Rating Agencies », February 2007, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD233.pdf>).

<sup>39</sup> L'OICV a rendu publique des recommandations en vue de 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, sur l'amélioration de l'information délivrée aux investisseurs, ainsi que sur les obligations des agences en matière de conflits d'intérêts (*International Organization of Securities Commissions*, « The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets », *op. cit.*).

<sup>40</sup> B. du Marais et *al.*, « Le droit et la note – l'appréciation du droit par les agences de notation », *art. préc.*, p.35.

<sup>41</sup> Même si la législation américaine autorise l'exercice de poursuites judiciaires sur le fondement soit d'une responsabilité contractuelle (le droit de l'Etat fédéré s'applique alors au contrat) soit d'une responsabilité délictuelle (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>42</sup> Au Canada, les agences de notation ne sont soumises au seul régime de responsabilité de *common law* ce qui fait dire aux auteurs que « (...) *liability is not a significant constraint affecting the behaviour of rating agencies in Canada* » (S. Rousseau, « Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach », *art. préc.*, p.642).

<sup>43</sup> Y. Chaput, « Contrôle et responsabilité de la notation financière : les agences de *rating* en droit français », *Revue internationale de droit comparé*, 2006, n°2, p.493.

<sup>44</sup> P.-H. Conac, « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », dans *Agences de notation, immobilier et contrats publics*, *op. cit.*, p.83.

les règles nouvellement mises en place ne sont pas exemptes de critiques tant le droit ne semble pas avoir comblé l'ensemble des incomplétudes régnant en matière de notation de crédit (II).

### **I - Présentation du règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009**

6. A travers son règlement européen (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009, l'Union européenne instaure une approche commune contraignante dans le domaine de la notation<sup>45</sup>. Les objectifs énoncés par les instances communautaires sont multiples mais concourent à s'assurer que, dans l'avenir, les évaluations seront indépendantes, objectives et de bonne qualité<sup>46</sup>. Après avoir précisé son champ d'application (A), nous observerons que le règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 conduit à la mise en place d'un double encadrement. En effet, le texte communautaire prévoit un jeu de règles qui s'applique, non seulement en amont de la procédure de notation – encadrement *ex ante* – (B), mais encore lors du déroulement de cette procédure – encadrement *ex ante* – (C).

#### **A) Champ d'application : une portée étendue**

7. Le dispositif juridique n'a pas pour objet d'instaurer une obligation générale de notation des instruments financiers ou des obligations financières, à l'instar de ce que précise le considérant (3) du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. En vertu de l'article 1<sup>er</sup> du règlement, les règles arrêtées par l'Union européenne visent *stricto sensu* l'activité de notation de crédit communiquée au public ou, diffusée sur abonnement, et gérée par une personne morale à titre professionnel enregistrées dans l'UE.

8. L'article 2 exclut les notations de crédit privées qui sont établies sur la base d'une commande individuelle, qui sont fournies exclusivement à la personne qui les a commandées et qui ne sont pas destinées à être communiquées au public ou diffusées sur abonnement, les scores de crédit, systèmes d'établissement de scores de crédit ou évaluations similaires en rapport avec des obligations découlant de relations avec des consommateurs, de nature commerciale ou industrielle, les notations de crédit établies par les organismes de crédit à l'exportation et les notations de crédit établies par une banque centrale.

---

<sup>45</sup> Considérant (11) et article 1<sup>er</sup> du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>46</sup> Article 1<sup>er</sup> du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

9. Un traitement spécifique est envisagé pour les agences opérant exclusivement à partir d'un territoire non européen. Bien que prévoyant des aménagements pour les acteurs de petite dimension, l'exercice d'une activité de notation en Europe est subordonné à une présence physique sur le territoire de l'Union. Ainsi, si une notation utilisée par une agence de notation de crédit établie dans la Communauté est émise par une agence de notation de crédit établie dans un pays tiers mais qui lui est affiliée ou qui travaille en étroite collaboration avec elle, un système d'aval est instauré par l'article 4 du règlement européen (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. Lorsqu'elles avalisent une notation de crédit émise dans un pays tiers, les agences de notation de crédit établies dans la Communauté doivent déterminer et contrôler de manière suivie si les activités de notation donnant lieu à l'émission de la notation de crédit concernée satisfont aux exigences en matière d'émission de notations de crédit qui sont aussi strictes que celles prévues dans le règlement (CE) du 16 septembre 2009<sup>47</sup>. Sans qu'elle avalise une évaluation émise par une agence établie dans un pays tiers, il est possible à une agence de notation de crédit établie dans l'Union européenne de prendre en compte une telle notation à condition, notamment, qu'une décision d'équivalence du cadre juridique et du dispositif de surveillance du pays tiers avec le règlement (CE) du 16 septembre 2009 soit rendue par la Commission européenne<sup>48</sup> et qu'une certification soit obtenue<sup>49</sup>.

#### **B) Encadrement ex ante : enregistrement des agences de notation**

10. Dès lors qu'une agence de notation de crédit est établie dans la Communauté et qu'elle émet un avis sur la qualité de crédit, elle doit demander son enregistrement. L'enregistrement d'une agence de notation devient effectif dès que la décision d'enregistrement arrêtée par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine a pris effet en vertu du droit national applicable. Cet enregistrement est *a fortiori* la condition principale que doivent respecter les agences de notation de crédit pour émettre des *rating* destinés à être utilisés à des fins réglementaires dans la

---

<sup>47</sup> Article 4 § 3 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. A ce titre, le point b) de l'article 4 § 3 précise que l'agence de notation de crédit qui fait appel à une notation d'une agence établie dans un pays tiers doit démontrer que cette dernière garantit une politique satisfaisante en matière de conflits d'intérêts, une rotation des analystes de notation et des règles en matière de publication régulière et suivie.

<sup>48</sup> Article 5 § 6 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. Le mécanisme d'équivalence offre aux agences de notation de crédit d'un pays tiers, remplissant les conditions requises, la possibilité d'être évaluées au cas par cas et d'obtenir une exemption à certaines des exigences organisationnelles applicables aux agences de notation de crédit opérant dans la Communauté, y compris l'exigence d'une présence physique dans la Communauté (article 5 § 4).

<sup>49</sup> Article 5 § 2, § 3 et § 4 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

Communauté<sup>50</sup>. Le titre III du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 détaille les conditions d'octroi, de retrait et de suspension.

**11. Institution d'un guichet unique et contenu de la demande :** Un guichet unique pour l'introduction des demandes d'enregistrement a été mis en place.

En vue de se faire enregistrer, les agences de notation doivent adresser une demande au CEVRM<sup>51</sup> contenant le nom et l'adresse du siège statutaire de l'agence de notation, le nom et coordonnées d'une personne de contact et du responsable de la vérification de la conformité, le statut juridique de l'agence, la classe de notations pour laquelle cette agence demande son enregistrement, la structure de son actionnariat et de sa gouvernance d'entreprise. En outre, cette demande expose les ressources financières utilisées pour la réalisation des activités de notation, les effectifs et l'expertise des intervenants de l'agence, des informations concernant les filiales de l'agence de *rating*, la description des méthodes et procédures d'émission (et de réexamen) des notations et les politiques et procédures en matière de conflits d'intérêts. Enfin, cette demande comprend des informations relatives aux analystes de notation, au régime de rémunération et d'évaluation des performances, aux services autres que celle de notation que l'agence souhaite fournir, les programme et le type d'activités, à l'utilisation du système d'aval et aux accords d'externalisation prévus<sup>52</sup>.

**12. Examen au niveau national et association du CERVM :** Au niveau procédural, le CERVM transmet un avis quant au caractère complet de la demande à l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine dans les dix jours ouvrables de la demande et des copies de cette demande aux autorités compétentes de tous les Etats membres dans les cinq jours ouvrables<sup>53</sup>. Dans les vingt-cinq jours ouvrables suivant la réception de la demande, l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine et les membres du collège des régulateurs vérifient si la demande est complète, en tenant compte de l'avis du CERVM<sup>54</sup>. Après avoir opéré cette vérification, l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine en informe l'agence de notation de crédit, les membres du collège et

---

<sup>50</sup> Article 3 § 1 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>51</sup> Article 15 § 1 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>52</sup> Annexe II du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>53</sup> Article 15 § 4 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>54</sup> Article 16 § 7 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. Pour assurer l'efficacité de leur action vis-à-vis des agences de notation de crédit, les autorités compétentes doivent mettre en place les collèges *ad hoc* de régulateurs qui s'auto-désignent en tant que membres, qui désignent parmi eux un facilitateur et qui sont soutenus par une infrastructure informatique performante (article 29 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009). Ce système s'inspire des procédures en vigueur depuis 2005 au sein du *Committee of European Banking Supervisors* pour la reconnaissance des agences dans la réglementation Bâle II.

le CERVM. Par la suite, l'autorité compétente de l'Etat 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. Par conséquent, sans être doté d'un pouvoir de décision, le CERVM est associé à la prise des décisions concernant les agences de notation. Dans les cinq jours ouvrables suivant l'adoption de la décision de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine, cette dernière informe l'agence de notation est informée de l'octroi ou du refus de l'enregistrement<sup>55</sup>. L'autorité compétente de l'Etat membre d'origine notifie également cette décision à la Commission, au CERVM et aux autres autorités compétentes<sup>56</sup>. La Commission publie au *Journal officiel de l'Union européenne* et sur son site internet une liste des agences de notation enregistrées<sup>57</sup>.

**C) Encadrement ex post : contrôle de l'émission et de la qualité des notations et accroissement de la transparence et de la surveillance des agences**

**13.** Le règlement européen (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 s'articule autour d'exigences destinées à prévenir les situations de conflits d'intérêts, à garantir la transparence et la qualité du processus de notation, ainsi qu'à surveiller l'activité des agences de notation<sup>58</sup>.

**1) Prévention et gestion des conflits d'intérêts : une gestion adéquate en point de mire**

**14. Situation des agences de notation :** L'article 6 du règlement européen développe une approche générale dans le domaine de la prévention des conflits d'intérêts. Ainsi, une agence de notation de crédit doit prendre 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>55</sup> Lorsqu'elle refuse l'enregistrement de l'agence de notation de crédit, l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine communique les motifs de celle-ci.

<sup>56</sup> Article 18 § 2 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>57</sup> Article 18 § 3 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>58</sup> Considérant (10) du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

Pour ce faire, le règlement communautaire énonce dans son Annexe I des exigences organisationnelles et opérationnelles auxquelles les agences de notation doivent se conformer<sup>59</sup>. Tout d'abord, toute agence de notation de crédit doit éviter les situations de conflit d'intérêts et gérer adéquatement ces conflits lorsqu'ils sont inévitables, de façon à préserver leur indépendance<sup>60</sup>. Ensuite, les agences de notation doivent mettre en place des procédures organisationnelles et administratives appropriées et efficaces lui permettant de prévenir, de détecter, de gérer et de divulguer les conflits d'intérêts visant ses salariés et toute personne impliquée. Les agences de notation de crédit veillent également à ce que tous les risques importants qui menacent l'indépendance de ses activités de notation de crédit, y compris ceux affectant les règles relatives aux analystes de notation, ainsi que les mesures de sauvegarde appliquées pour atténuer ces risques, soient consignés<sup>61</sup>. Par ailleurs, les agences de notation de crédit devraient mettre en place des politiques et procédures internes appropriées concernant leurs salariés et les autres personnes associées au processus de notation de crédit pour prévenir, détecter, gérer et divulguer tout conflit d'intérêts et garantir à tout moment la qualité, l'intégrité et le sérieux de leurs notations de crédit et du processus de réexamen des dites notations<sup>62</sup>. En outre, les agences de notations de crédit doivent mettre en place des procédures de gouvernance interne pour favoriser un changement de culture d'entreprise et de politique interne<sup>63</sup>. Enfin, si les agences de notation sont autorisées à fournir des services accessoires quand cela ne crée pas d'intérêt potentiel avec l'émission de la notation de crédit<sup>64</sup>, elles ne sont plus autorisées à exercer une activité de consultant ou à offrir des services 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>65</sup>.

**15.** Toutefois, ces exigences peuvent être assouplies en présence d'une agence de notation qui emploierait moins de cinquante salariés, qui aurait mis en oeuvre des procédures et des arrangements en matière de *rating* garantissant l'indépendance des analystes de notation et des personnes chargées d'approuver les notations de crédit, qui assurent la conformité effective aux objectifs du présent règlement et qui est en mesure de démontrer que ces exigences ne sont pas

---

<sup>59</sup> Annexe I, Section A, 1 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>60</sup> Annexe I, Section B, 4 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>61</sup> Annexe I, Section A, 7 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>62</sup> Annexe I, Section B, 4 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>63</sup> Annexe I, Section A, 2 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>64</sup> En vertu de l'article 11 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009, une agence de notation de crédit doit communiquer au public (et actualiser immédiatement) la liste de ses services accessoires.

<sup>65</sup> Annexe I, Section B, 4 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

proportionnées<sup>66</sup>. Il en va ainsi des conditions tenant à l'honorabilité, aux qualifications et à l'expérience des instances dirigeantes de l'agence de notation, de la proportion d'un tiers au moins (sans que leur nombre puisse être inférieur à deux) de membres indépendants (compris comme non associés aux activités de notation de crédit) du conseil d'administration ou de surveillance, du rôle et de la rémunération des membres indépendants<sup>67</sup>, de la fonction de vérification de la conformité opérant en toute indépendance apte à contrôler et à évaluer les politiques et procédures garantissant le respect des obligations du règlement communautaire, du mécanisme de rotation pour les analystes, les salariés et les personnes impliquées dans l'émission des notations de crédit.

**16. Situation des analystes, des salariés et de toutes personnes impliquées dans l'émission des notations de crédit :** Afin d'éviter les conflits d'intérêts et la remise en cause de leur indépendance, les analystes de notation et les personnes associées au processus de notation doivent répondre à une série de règles exposée, pour l'essentiel, dans l'article 7 du règlement européen (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. Ces professionnels doivent être isolés des départements commerciaux de leurs agences et ne doivent pas être autorisés à engager des négociations ni à participer à des négociations concernant les commissions ou les paiements dus, avec une entité notée, un tiers lié ou toute personne directement ou indirectement liée à l'entité notée par une relation de contrôle<sup>68</sup>.

L'Annexe I du règlement européen (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 vient compléter cette exigence<sup>69</sup>. Premièrement, les analystes de notation et les personnes associées aux activités de notation de crédit doivent s'abstenir de toute transaction d'achat, de vente ou d'une autre nature portant sur un instrument financier émis, garanti ou autrement soutenu par une entité notée relevant de leur responsabilité analytique première. Deuxièmement, aucune de ces personnes ne peut participer à l'établissement d'une notation de crédit d'une entreprise ni influencer cette notation si elle détient des instruments financiers de l'entité notée dont la possession est susceptible de causer un conflit d'intérêts ou encore, 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 un conflit d'intérêts. Troisièmement, les analystes de notation et les personnes associées à la notation ne sauraient émettre, de manière formelle ou informelle, de propositions ou de

---

<sup>66</sup> Article 6 § 3 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>67</sup> Ajoutons que les membres indépendants doivent être nommés pour un seul mandat d'une durée maximale de cinq ans et ne peuvent être révoqués que pour faute professionnelle.

<sup>68</sup> Article 7 § 2 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>69</sup> Annexe I, Section C du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

recommandations concernant la conception d'instruments financiers structurés lorsque les mêmes instruments risquent de faire l'objet d'un *rating*. Quatrièmement, les analystes de notation et les personnes associées aux activités de notation ne peuvent solliciter ni accepter de sommes d'argent, de cadeaux ou de faveurs de quiconque entretient une relation d'affaires avec l'agence de notation de crédit. Cinquièmement, le débauchage d'analystes par des anciens clients est également envisagé par le règlement communautaire. A ce titre, les analystes de notation et les personnes associées aux activités de notation de crédit ne doivent pas accepter de position de gestion clé au sein d'une entité notée ou d'un tiers lié dans les six mois suivant l'émission de la notation de crédit. En outre, les agences de notation de crédit doivent développer un mécanisme approprié de rotation progressive permettant de modifier progressivement la composition des équipes d'analyse et des comités de notation de crédit. Cette rotation est effectuée par étapes sur une base individuelle. Enfin, la rémunération et l'évaluation de la performance des professionnels du *rating* ne sauraient dépendre du chiffre d'affaires que l'agence de notation de crédit tire de sa relation commerciale avec les entités notées<sup>70</sup>.

## **2) Construction des méthodes, modèles et principales hypothèses de notation : une vigilance accrue**

**17. Vigilance au travers de la qualité des informations servant à la notation :** La qualité des méthodes, modèles et hypothèses de notation, ainsi que celle des notations émises<sup>71</sup>, doit être contrôlée. En premier lieu, le règlement européen (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 impose que les agences de *rating* 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*<sup>72</sup>. En deuxième lieu, la qualité des informations utilisées pour établir les

<sup>70</sup> Article 7 § 5 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>71</sup> Participant à la qualité de la notation, l'article 7 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 précise 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.

<sup>72</sup> Article 8 § 3 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. Lorsqu'une agence de notation de crédit utilise une notation de crédit existante, établie par une autre agence de notation de crédit, concernant des actifs sous-jacents ou des instruments financiers structurés, elle ne peut refuser de noter une entité ou un instrument financier au motif qu'une portion de cette entité ou de cet instrument financier a déjà été notée. Dans ce cas, les agences de notation de crédit consignent tous les cas dans lesquels, dans le cadre de leur processus de notation de crédit, elles s'écartent des notations de crédit existantes établies par une autre agence de notation de crédit concernant des actifs sous-jacents ou des instruments financiers structurés, et elles doivent fournir une justification de cette différence d'évaluation (article 8 § 4 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009).

notations se trouve renforcée par le texte communautaire. Ainsi, les agences de notation de crédit adoptent, mettent en oeuvre et appliquent les mesures nécessaires pour veiller à ce que les notations soient fondées sur une analyse approfondie des 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>73</sup>. En troisième lieu, les agences de notation doivent également assurer un suivi des notations émises et réexaminer celles-ci (et leurs méthodes) de façon continue et au moins chaque année, en particulier lorsqu'interviennent des modifications substantielles qui pourraient avoir des incidences sur une notation de crédit<sup>74</sup>. De plus, les agences de notation doivent mettre en place des procédures internes pour suivre l'impact de l'évolution du marché et des perspectives macroéconomiques sur les notations de crédit.

**18. *Vigilance au travers de la transparence*** : Les agences de notation sont soumises à une obligation de transparence destinée à étayer les notations de crédit. Les agences de notation doivent publier les méthodes, modèles et principales hypothèses de notation qu'elles utilisent dans le cadre de leurs activités de *rating*<sup>75</sup>. Le niveau de précision des informations publiées concernant les modèles doit être de nature à donner aux utilisateurs des notations de crédit des informations suffisantes pour qu'ils puissent faire preuve de la vigilance voulue lorsqu'ils déterminent s'il y a lieu de s'appuyer sur ces notations de crédit<sup>76</sup>. Par ailleurs, l'impact des modifications apportées aux méthodes utilisées dans le cadre des activités de notation doit être mesuré. Lorsqu'une agence de notation de crédit modifie les méthodes, modèles ou principales hypothèses de notation, elle doit publier immédiatement la gamme des notations de crédit qui en sont affectées, doit réexaminer les notations de crédit et procéder à une nouvelle notation pour les évaluations qui ont été fondées sur ces méthodes, modèles ou principales hypothèses de notation si, à la suite du réexamen, lesdites évaluations seraient affectées par l'effet conjugué global des modifications apportées<sup>77</sup>.

### **3) Publication d'informations : une transparence renforcée**

---

<sup>73</sup> Article 8 § 2 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>74</sup> Article 8 § 5 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>75</sup> Article 8 § 1 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>76</sup> Considérant (25) du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>77</sup> Article 8 § 6 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

**19. Présentation des notations :** Le contenu des notations doit, dorénavant, être divulgué le plus complètement possible. A ce titre, les agences de notation de crédit publient toute notation de crédit, ainsi que toute décision d'interruption d'une notation de crédit, sur une base non sélective et en temps utile. Au cas où il serait décidé d'interrompre une notation de crédit, les informations publiées indiquent dûment l'ensemble des motifs de cette décision<sup>78</sup>. L'Annexe I, section D du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 fournit des prescriptions quant aux informations à divulguer aux utilisateurs relativement aux analyses que les agences ont effectuées, ainsi qu'aux limites et aux risques présentés par leurs notations.

Pour l'essentiel, toute agence de notation de crédit veille à ce que le nom et la fonction de l'analyste de notation en chef et de la personne ayant assumé la responsabilité première de l'approbation de la notation, soient indiqués dans cette notation de crédit. Par ailleurs, l'agence de notation indique l'ensemble des sources utilisées pour préparer la notation de crédit, mentionne la principale méthode ou la version de cette méthode utilisée pour établir la notation de crédit, explique la signification de chaque catégorie de notation, la définition des notions de défaut et de rétablissement et tout avertissement pertinent émis en ce qui concerne les risques, y compris une analyse de la sensibilité aux risques des principales hypothèses de notation. L'agence de notation doit aussi préciser la date à laquelle la notation de crédit a été pour la première fois publiée et celle de sa dernière actualisation et indiquer si la notation de crédit concerne un instrument financier nouvellement émis et si l'agence de notation de crédit évalue cet instrument pour la première fois. De plus, l'agence de notation indique, lors de la publication des notations, l'ensemble des limites et attributs éventuels de ces notations de crédit. 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 en doute la capacité d'une agence de notation de crédit à émettre un *rating* crédible, l'agence de notation doit s'abstenir d'émettre une notation ou doit retirer sa notation. *Ad fine*, l'agence de notation doit rendre public, tous les six mois, des données concernant les taux de défaut de ses catégories de notation et donner ainsi aux investisseurs une perspective historique.

En raison des risques d'erreur pour les investisseurs dont sont porteurs les instruments financiers structurés, une agence de notation de crédit qui émet des notations de crédit concernant de tels instruments doit utiliser des catégories de notation différentes et fournir des informations supplémentaires. Ainsi, l'agence de notation de crédit veille à ce que les catégories de notation soient clairement différenciées en utilisant un symbole approprié. Concernant le contenu de la divulgation, l'Annexe I du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 impose aux

---

<sup>78</sup> Article 10 § 1 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

agences de notation de fournir les informations concernant l'analyse des pertes et des flux de trésorerie qu'elle a effectuée ou, sur laquelle elle se fonde, ainsi qu'une indication d'un changement attendu de la notation de crédit. Par ailleurs, l'agence de notation doit indiquer à quel niveau elle a évalué les procédures de saine diligence mises en oeuvre à l'échelon des instruments financiers ou, autres actifs sous-jacents aux instruments financiers structurés, et révéler si elle a procédé à une évaluation de ces procédures. L'agence de notation doit aussi assortir la publication de ses méthodes, modèles et principales hypothèses d'explications claires et facilement compréhensibles quant aux paramètres, limites et incertitudes qui entourent ces modèles et méthodes de notation.

**20. Divulgateion des processus et procédures internes :** Le texte européen impose une transparence accrue à propos des politiques et procédures internes que les agences de notation de crédit appliquent en matière de notations de crédit non sollicitées<sup>79</sup>. Lorsqu'une agence de notation de crédit émet une telle notation, elle indique de façon bien visible si l'entité notée ou un tiers lié a participé au processus de notation de crédit et si l'agence de notation de crédit a eu accès aux comptes et autres documents internes pertinents de l'entité notée ou d'un tiers lié. Les notations de crédit non sollicitées doivent être identifiées en tant que telles<sup>80</sup>.

**21. Publication d'un rapport annuel :** Afin de renforcer la transparence des notations de crédit et contribuer à la protection des investisseurs, les agences de *rating* doivent publier chaque année un rapport de transparence au plus tard trois mois après la date de clôture de chaque exercice et veiller à ce qu'il reste disponible sur leur site internet pendant cinq ans au moins<sup>81</sup>. Dans ce rapport, les agences divulguent des informations détaillées sur leur structure juridique et la détention de leur capital, décrivent les mécanismes de contrôle interne assurant la qualité de leurs activités de notation et fournissent des statistiques concernant l'affectation des membres de leur personnel à l'établissement des nouvelles notations, au réexamen des notations de crédit et à l'évaluation des méthodes et modèles utilisés, ainsi que des statistiques concernant l'affectation de leur personnel dans les instances dirigeantes. De plus, ce rapport comporte une description de la politique d'archivage des agences de notation, les conclusions du contrôle interne annuel portant sur leur fonction de vérification de la conformité indépendante, un exposé de la politique de notation des membres de l'encadrement et des analystes de notation, des informations relatives

---

<sup>79</sup> Article 11 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>80</sup> Article 10 § 4 et § 5 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>81</sup> Article 12 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

au chiffre d'affaires ventilé selon les revenus générés, d'une part, par leurs activités de notation et, d'autre part, par leurs autres activités, avec une description complète de chaque type de revenu et, enfin, une déclaration sur le gouvernement d'entreprise<sup>82</sup>.

**22. Communication de données auprès du CERVM :** Une agence de notation de crédit doit fournir annuellement à l'autorité compétente de son Etat membre d'origine et au CERVM une liste de ses vingt plus gros clients<sup>83</sup>, classés en fonction du chiffre d'affaires qu'ils génèrent et une liste des clients de l'agence de notation 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 demie, le taux de croissance de l'ensemble du chiffre d'affaires de l'agence de notation de crédit. L'autorité compétente de l'Etat membre d'origine divulgue alors ces informations aux membres du collège pertinent. Enfin, le règlement communautaire instaure un registre central tenu par le CERVM auquel les agences de notation ont l'obligation de communiquer des données relatives à sa performance passée, y compris la fréquence de transition des notations, ainsi que des informations relatives aux notations de crédit émises dans le passé et à leurs modifications. Le CERVM rend ces informations accessibles au public et publie chaque année un résumé des principales évolutions constatées<sup>84</sup>.

#### **4) Surveillance des activités de notation : une architecture nouvelle mais temporaire**

**23.** Les agences de notation de crédit enregistrées dans la Communauté font l'objet d'une surveillance particulière dont le règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 détaille le cadre qui n'est cependant que temporaire<sup>85</sup>.

**24.** L'Etat membre sur lequel est situé le siège statutaire d'une agence de notation se voit investi de la mission de surveiller celle-ci<sup>86</sup>. L'autorité compétente de cet Etat peut ainsi retirer

---

<sup>82</sup> Pour plus de détails, voir l'Annexe I, Section E, III du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>83</sup> L'Annexe I, Section E, II du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 définit le terme « *client* » comme une entité, ses filiales et les entités liées dans lesquelles la première entité détient une participation de plus de 20 %, ainsi que toute autre entité pour laquelle elle a négocié la structuration d'une émission de titres de créance au nom d'un client, lorsqu'une commission a été directement ou indirectement versée à l'agence de notation de crédit pour la notation de ces titres de créance.

<sup>84</sup> Article 11 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>85</sup> Considérant (51) du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. Au plus tard le 1<sup>er</sup> juillet 2010, la Commission devra présenter toute proposition législative nécessaire pour remédier aux carences relevées en ce qui concerne les modalités de la coordination et de la coopération en matière de surveillance.

l'enregistrement, interdire temporairement l'émission des notations de crédit, suspendre l'utilisation des notations de crédit, prendre des mesures appropriées pour garantir que les agences de notation de crédit continuent à se conformer à leurs obligations, émettre une communication au public ou encore, saisir ses autorités nationales compétentes en vue de poursuites pénales. Toutefois, l'autorité étatique exerce ce contrôle en coopération avec les autorités compétentes des autres Etats membres concernés, par l'intermédiaire du collège des régulateurs<sup>87</sup> et en y associant le CERVM<sup>88</sup>. En outre, le règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 prévoit un échange d'informations entre les autorités compétentes chargées de la surveillance des agences de *rating* au titre du présent règlement et les autorités compétentes chargées de la surveillance des établissements financiers, plus particulièrement celles responsables de la surveillance prudentielle ou chargées de veiller à la stabilité financière dans les Etats membres.

**25.** Relativement aux sanctions, les Etats membres doivent déterminer le régime des sanctions (pénales ou administratives) applicables aux violations des dispositions du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 et prendre toute mesure nécessaire pour assurer la mise en oeuvre de celles-ci. Exigence habituelle du droit communautaire, les sanctions devront être effectives, proportionnées et dissuasives<sup>89</sup>. Le CERVM est chargé d'établir des lignes directrices relatives à la convergence des pratiques en ce qui concerne ces sanctions. En parallèle, les Etats doivent veiller 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

---

<sup>86</sup> Article 24 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009. Lorsque l'autorité compétente d'un Etat membre a établi qu'une agence de notation de crédit enregistrée, dont les notations sont utilisées sur son territoire, enfreint les obligations découlant du règlement, elle peut prendre un certain nombre de mesures (émettre une communication au public, saisir les autorités nationales pour lancer des poursuites, suspendre l'utilisation des notations, demander au collège pertinent d'examiner les mesures d'interdiction ou de suspension) après avoir informé le CERVM et l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine et après avoir consulté le collège pertinent.

<sup>87</sup> Ce collège est un réseau opérationnel qui constitue le cadre pour un échange d'informations de surveillance entre les autorités compétentes, ainsi que pour la coordination de leurs activités et des mesures de contrôle nécessaires à un contrôle efficace des agences de notation de crédit (considérant (48) du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009). Plus particulièrement, les activités du collège contribuent à une application harmonisée des règles prévues par le présent règlement et à la convergence des pratiques en matière de surveillance.

<sup>88</sup> Avant de prendre une mesure de sanction, l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine en informe le facilitateur et consulte les membres du collège pertinent. Les membres du collège font tout ce qui est en leur pouvoir pour parvenir à un accord sur la nécessité de prendre une mesure (article 24 § 3 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009). Une obligation de coopérer entre autorités compétentes « *chaque fois que nécessaire* » est instituée par l'article 26 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

<sup>89</sup> Article 36 du règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009.

gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause<sup>90</sup>.

## **II - Appréciation de la régulation mise en place au niveau européen**

26. Au-delà de contrecarrer la croyance néo-classique d'une évolution autonome des forces du marché vers l'optimum, l'Europe met fin à l'« *esquisse de réglementation* »<sup>91</sup> qui caractérisait jusqu'à présent l'activité de *rating* et renforce par la même la constitution de chaînes de sécurité de l'information destinées à améliorer la qualité de l'information portée à la connaissance du marché<sup>92</sup>. Face au manque de lucidité dont ont fait preuve les agences de notation de crédit, le droit ne pouvait demeurer sans réaction<sup>93</sup>. Ce dernier non seulement a pour fonction première d'édicter des règles de conduite aux membres de la Société<sup>94</sup>, mais encore entretient des rapports étroits avec le risque<sup>95</sup> dont il cherche à minimiser les coûts<sup>96</sup>. La démarche communautaire vise à encadrer l'activité des agences de notation par le biais d'un enregistrement et d'un contrôle des autorités boursières nationales travaillant en étroite collaboration entre elles et avec le CERVM. Si le procédé d'autorégulation a pu être pertinent en raison de l'importance attachée aux effets de réputation<sup>97</sup>, ce modèle a montré ses limites<sup>98</sup> et se révèle *a priori* impuissant à restaurer la

---

<sup>90</sup> *Ibid.*

<sup>91</sup> A. Couret et H. Le Nabasque (dir.), « Droit financier », Paris, Dalloz, 2008, *spéc.* p.135, n°243. Aussi : A. Couret, « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », *R.S.*, 2003, p.765.

<sup>92</sup> A. Couret, « Transparence, indépendance des opinions et chaîne de sécurité de l'information », dans *Mélanges en l'honneur de D. Schmidt : Liber amicorum*, Joly éditions, 2005, p.167, *spéc.* p.178 et s., n°28 et s.

<sup>93</sup> Dans une lecture d'analyse économique du droit, les justifications de l'intervention publique existent en cas de faible qualité de l'information et de situation de monopole (B. du Marais, « Droit public de la régulation économique », Paris, Presses de Sciences-Po, Dalloz, 2004, *spéc.* p.43), circonstances qui se retrouvent dans le domaine de la notation de crédit.

<sup>94</sup> G. Cornu (dir.), « Vocabulaire juridique », Paris, P.U.F., 2005, *spéc.* p.328. La mission des agences de notation est apparu au fil du temps comme une mission au service de l'intérêt général et du marché au point que certains ont émis le vœu d'étatiser cette fonction (A. Couret, « Transparence, indépendance des opinions et chaîne de sécurité de l'information », *art. préc.*, p.172, n°14).

<sup>95</sup> W. Leiss and S. E. Hrudey, « On Proof and Probability: Introduction to « Law and Risk » », dans *Law Commission of Canada, Law and Risk* (Eds.), Vancouver, UBC Press, 2005.

<sup>96</sup> J. E. Krier, « Risk and the Legal System », *Annals of the American Academy of Political and Sociological Sciences*, 1996, n°545, p.176. L'histoire de la réglementation des marchés boursiers est rythmée par les crises (D. Davydoff, « La réglementation des marchés boursiers », dans *Les désordres de la finance : Crises boursières, corruption, mondialisation*, D. Plihon (dir.), Paris, Universalis, 2004, p.123).

<sup>97</sup> Le code de conduite de l'OICV garde cependant son importance dans la mesure où le considérant (8) du règlement (CE) du 16 septembre 2009 impose aux agences de notation d'y adhérer.

<sup>98</sup> Le communiqué du 29 janvier 2008 après le sommet de Londres des quatre pays européens du G7 a mis en cause le problème du respect des règles du jeu du code de l'OICV.

confiance des investisseurs<sup>99</sup>. A l'inverse, bien qu'une intervention plus forte des gouvernements européens ait pu être envisagée<sup>100</sup>, cette dernière n'aurait pas été à l'abri de critiques<sup>101</sup>.

L'Union européenne a choisi une voie médiane qui présente des aspects positifs indéniables. Tout d'abord, le niveau de régulation supranational de cette initiative législative doit être approuvé tant l'imbrication des opérateurs nationaux et leur capacité à faire jouer la concurrence entre les places financières est grande. Ensuite, les pouvoirs de supervision des autorités et des acteurs du marché sur les agences se trouvent consolidés au travers du développement de nouveaux outils d'évaluation de la performance des entreprises et de la publication d'informations périodiques supplémentaires. En outre, les réformes évoquées amènent les agences de notation à s'inscrire activement dans une démarche de transparence du processus de notation (notamment des méthodes de notation, ainsi que des motivations entourant les changements de notes), démarche qu'elles requièrent de leurs clients au moment de l'évaluation<sup>102</sup>. Par ailleurs, le règlement (CE) n°1060/2009 du 16 septembre 2009 répond à certaines difficultés soulevées à l'occasion de la notation des instruments financiers structurés<sup>103</sup>. Alors que les agences de notation ont dû évaluer ces nouveaux produits, ces dernières n'ont pas su investir les ressources suffisantes et modifier leurs méthodes pour établir leur *rating* ce qu'imposait pourtant la nature même de ces nouveaux produits<sup>104</sup>. « *Les noteurs ont [finalement] employé le même instrument pour mesurer [des] réalités différentes* »<sup>105</sup>. *Ad fine*, les réformes validées attestent d'avancées sur le thème de l'indépendance et des conflits d'intérêts survenant dans la procédure d'évaluation<sup>106</sup>. Les agences de notation recevaient, 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

---

<sup>99</sup> T. J. Fitzpatrick and C. Sagers, « Faith-Based Financial Regulation: A Primer on Oversight of Credit Rating Organization », *Research Paper 09-171*, Cleveland-Mashall College of Law, April 9, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1375034>, *spéc.* p. 32.

<sup>100</sup> D. Gillen, « In Ratings Agencies, Investors Still Trust », *The New York Times*, June 5, 2009 ; T. E. Lynch, *art. préc.*

<sup>101</sup> S. Rousseau, « Regulating Credit Rating Agencies After the Financial Crisis: the Long and Winding Road Toward Accountability », *art. préc.*, p.49.

<sup>102</sup> Conseil d'Analyse Economique, « Améliorer la gouvernance financière », dans *La crise des subprimes*, *op. cit.*, p.122.

<sup>103</sup> Le fait d'imposer une information sur la notation des analystes démontre la volonté de faire prendre conscience aux agences de notation de la nécessité de mieux traiter les produits financiers complexes.

<sup>104</sup> Conseil d'Analyse Economique, « Améliorer la gouvernance financière », dans *La crise des subprimes*, *op. cit.*, p.122 ; M. Crouhy and S. M. Turnbull, « The Subprime Credit Crisis of 2007 », July 9, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1112467>.

<sup>105</sup> J.-M. Vitori, « Comment éviter les ratés du « *rating* » », *les échos.fr*, 27 juin 2008.

<sup>106</sup> D. F. Spulber, « Market Microstructure and Intermediation », *Journal of Economic Perspectives*, 1996, Vol. 10, n°3, p.135.

consultant en titrisation. Or, ces services additionnels sont susceptibles d'influencer la procédure de notation<sup>107</sup>.

27. La question reste entière de savoir si les évolutions réglementaires ci-dessus exposées vont contribuer à la production de notes justes. La position européenne n'est pas exempte de critiques<sup>108</sup> tant celle-ci ne résout qu'imparfaitement nombre de difficultés<sup>109</sup>. En premier lieu, il n'est pas apporté de réponse claire à l'absence de concurrence entre les agences de notation<sup>110</sup>. L'exemple de la SEC avec la firme *Egan-Jones Rating* depuis 1998<sup>111</sup> démontre que l'Union européenne devra être vigilante dans le contenu de sa politique pour encourager de nouvelles entreprises à intégrer ce secteur<sup>112</sup>. L'initiative européenne ne néglige-t-elle pas trop le fait la pression de nouveaux concurrents serait un facteur d'incitation à un haut niveau de qualité, de transparence et d'indépendance<sup>113</sup> ? En deuxième lieu, le système actuel de financement des agences de notation les amène à être rémunérées par les entreprises qu'elles évaluent<sup>114</sup>. Or, pour

---

<sup>107</sup> C. H. Hill, *art. préc.*

<sup>108</sup> F. Amterbrink and J. De Haan, « Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal », April 24, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1394332>.

<sup>109</sup> En dehors des évolutions souhaitables sur le terrain juridique, le développement de modèles standardisés d'analyse jointe des risques de base doit être encouragé (C. Gouriéroux, « Bon ou mauvais usage des notations », *Risques*, juin 2008, n°73-74, p.241, *spéc.* p.244).

<sup>110</sup> M. Zemmer, « Reforming the Credit-Rating Process », *Financial System Review*, December 2002, p.51, *spéc.* p.52 et s. 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 tant elle motiverait l'ensemble des entreprises à investir afin d'améliorer leur réputation et à fournir des informations de meilleure qualité (J. C. Coffee, *op. cit.*). Soulignant les effets négatifs du développement de la concurrence en matière de notation : B. Becker and T. Milbourn, « Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry », *Working Paper 09-051*, Harvard Business School, June 21, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1278150> ; B. Klein and K. B. Leffler, « The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance », *Journal of Political Economics*, 1984, Vol. 90, p.615. Les statistiques américaines de 2007 en matière d'évaluation des instruments financiers structurés témoignent de 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.

<sup>111</sup> L. Wayne, « Credit Raters Get Scrutiny and Possibly a Competitor », *The New York Times*, April 23, 2002. Le professeur John Coffee 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 (J. C. Coffee, *op. cit.*, p.297).

<sup>112</sup> En dépit de leur existence, les barrières à l'entrée sur le marché de la notation tenant à l'intervention législative ne doivent pas être surévaluées (J.-P. Hunt, « Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement », *Columbia Business Law Review*, 2009, p.109, *spéc.* p.133 et s.).

<sup>113</sup> A. Prüm, *art. préc.*, p.2.

<sup>114</sup> T. J. Sinclair, « *The New Masters of Capital* », Ithaca, Cornell University Press. 2005 ; *Basel Committee on Banking Supervision*, « Credit Ratings and Complimentary Sources of Credit Quality Information », *Working Paper No. 3*, 2000, Basel. 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

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<sup>115</sup>, financement sur fonds publics<sup>116</sup>, règlement par le biais d'une taxe<sup>117</sup>, transformation des agences de notation en entités publiques indépendantes<sup>118</sup>, paiement des services de la notation par les émetteurs auprès d'un *pool* mis en place par les agences et géré de manière indépendante qui choisirait lui-même l'agence affectée à chaque émetteur<sup>119</sup>. En troisième lieu, certaines activités générant des revenus importants au profit des agences de notation demeurent autorisées. Les agences doivent uniquement mettre en place les sécurités appropriées pour prévenir d'éventuels conflits d'intérêt, sans prohiber le développement de ces activités considérés (à tort ?) comme accessoires<sup>120</sup>. En quatrième lieu, l'immunité judiciaire dont jouissent les agences de notation n'est pas remise en cause<sup>121</sup> si ce n'est la précision du règlement communautaire que l'agence qui avalise des notations de crédit émises dans un pays tiers assume la responsabilité entière et inconditionnelle des notations de crédit avalisées et du respect des conditions pertinentes énoncées dans le présent règlement. Pourtant, des règles de responsabilité *ex post* ne sont-elles pas préférables à une réglementation *ex ante*<sup>122</sup> ? En cinquième lieu, les autorités communautaires ne devraient-elles pas revoir dans un futur proche l'usage des *ratings* en réexaminant le rôle attribué aux notations dans la réglementation et les cadres prudentiels, afin de redonner aux banques et aux gestionnaires d'actifs leurs responsabilités<sup>123</sup> ? En dernier lieu, les questions d'un contrôle des performances dans la production des notations et de la création d'un régulateur mondial qui

---

assuré par les investisseurs (par exemple : L. J. White, « The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis », dans *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, R. M. Levich, G. Majnoni and C. Reinhart (dir.), Boston, Kluwer Academic Publishers, 2002, p.41, *spéc.* p.47).

<sup>115</sup> J. C. Coffee, *op. cit.*, p.298.

<sup>116</sup> C. de Boissieu, « Premières leçons de la crise pour la régulation bancaire et financière », dans *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière (dir.), Paris, Association d'économie financière, 2008, p.77, *spéc.* p.84.

<sup>117</sup> G. Giraud et C. Renouard (dir.), « 20 Propositions pour réformer le capitalisme », Paris, Flammarion, 2009, p.41, *spéc.* p.48.

<sup>118</sup> M. Aglietta, « Crise du crédit et faillite de la régulation prudentielle : comment éviter une reproduction des errements ? », dans *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière (dir.), Paris, Association d'économie financière, 2008, p.71, *spéc.* p.79.

<sup>119</sup> *Financial Times*, Editorial, February, 12, 2008.

<sup>120</sup> F. Veverka, « Faut-il une réglementation stricte des agences de rating ? », *J.C.P.*, éd. E., 4 juin 2009, n°23, p.43, *spéc.* n°33.

<sup>121</sup> B. du Marais et P. Frouté, « Le droit, les agences de notation et la crise du crédit », *Risques*, 2008, n°73-74, p.246, *spéc.* p.251.

<sup>122</sup> B. Deffains, « Responsabilité et incitations dans les régulations économiques », dans *Responsabilité et régulations économiques*, M.-A. Frison-Roche (dir.), Paris, Presses de Sciences-Po., Dalloz, 2007, p.9, *spéc.* p.18.

<sup>123</sup> O. Garnier, *art. préc.*, p.236.

encadrerait l'activité des agences de notation en définissant des standards<sup>124</sup> restent, à l'heure actuelle, sans réponse.

**28.** Malgré une gestion de la crise financière dont se sont saisies les autorités européennes, les agences de notation ne sont pas les uniques responsables des turbulences du marché financier<sup>125</sup>. Pour que la stabilité du système financier soit consolidée, il est indispensable que chaque individu exerce continûment son jugement et assume pleinement ses responsabilités<sup>126</sup>. Porteur d'un signal de reconnaissance pervers, le système d'enregistrement ne doit pas décourager les investisseurs de se forger leur propre jugement sur la valeur des titres qu'ils acquièrent<sup>127</sup>, ceci d'autant plus que la législation européenne écarte toute ingérence dans les méthodologies et plus globalement la « fabrication » des notations au plan analytique<sup>128</sup>. A défaut, une gestion à court terme de la crise se profile, attitude discutable puisqu'elle est porteuse d'inefficacité.

---

<sup>124</sup> A. Prüm, *art. préc.*, p.2 ; J.-M. Moulin, « Conflits d'intérêts chez les agences de notation », *Bulletin Joly Bourse*, novembre-décembre 2008 numéro thématique, p.580, *spéc.* p.590. La question se pose de savoir si les régulateurs financiers (qu'ils soient nationaux ou européens) disposent de l'expertise et de la compétence nécessaires pour contrôler les agences de notation de crédit (M. Zemmer, *art. préc.*, p.51 et s.).

<sup>125</sup> T. Bonneau, *art. préc.*, p.72.

<sup>126</sup> X. Musca, « Leçons des turbulences sur les marchés financiers : mieux responsabiliser les différents acteurs », dans *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière (dir.), Paris, Association d'économie financière, 2008, p.55, *spéc.* p.61.

<sup>127</sup> A. Prüm, *art. préc.*, p.3.

<sup>128</sup> F. Veverka, *art. préc.*, n°31.